

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –**

**FECAP**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**EMANUEL DE ALMEIDA PRADO**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS  
LISTADAS NO BRASIL: ANÁLISE DOS MECANISMOS  
INTERNOS E EXTERNOS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA**

**São Paulo**

**2013**

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO -**

**FECAP**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**EMANUEL DE ALMEIDA PRADO**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS  
LISTADAS NO BRASIL: ANÁLISE DOS MECANISMOS  
INTERNOS E EXTERNOS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva**

**Co-orientadora: Profa. Dra. Elionor Farah**

**Jreige Weffort**

São Paulo

2013

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Taiguara de Freitas Langrafe

Pró-reitor de Pós-Graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

#### FICHA CATALOGRÁFICA

P896g

Prado, Emanuel de Almeida

Gerenciamento de resultados em empresas listadas no Brasil: análise dos mecanismos internos e externos de governança corporativa / Emanuel de Almeida Prado. -- São Paulo, 2013.

110 f.

Orientador: Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.

1. Mercado de capitais – Brasil
2. Governança corporativa
3. Eficiência organizacional
4. Administração financeira

CDD 332.60981

**ESTA DISSERTAÇÃO É PARTE DO PROJETO “GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: *PROXIES* PARA DETECÇÃO EM EMPRESAS E FATORES MOTIVACIONAIS” FINANCIADO PELA FUNDAÇÃO DE AMPARO À PESQUISA DO ESTADO DE SÃO PAULO (FAPESP). AS OPINIÕES, HIPÓTESES E CONCLUSÕES OU RECOMENDAÇÕES EXPRESSAS NESTE MATERIAL SÃO DE RESPONSABILIDADE DO AUTOR E NÃO NECESSARIAMENTE REFLETEM A VISÃO DA FAPESP.**

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

**EMANUEL DE ALMEIDA PRADO**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS LISTADAS NO BRASIL:  
ANÁLISE DOS MECANISMOS INTERNOS E EXTERNOS DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

### **BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. Afrânio Márcio Corrêa Vieira**

**Universidade de Brasília**

---

**Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort (Co-orientadora)**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 30 de agosto de 2013.**

## DEDICATÓRIA

*Dedico este trabalho à minha querida esposa Rosana, por seu apoio e paciência em todos os momentos, em especial este, e aos meus filhos, Ana Lia e Benjamim André, que têm sido minha motivação para continuar.*

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, eu gostaria de agradecer a Deus pela força e inspiração que Ele tem me dado para fazer esta dissertação. Depois, gostaria de agradecer, *in memoriam*, aos meus pais, Manoel e Gracinha, por terem me ensinado, instruído e amparado e me ter feito o homem que sou hoje; também, *in memoriam*, ao meu avô Boni, por ter me incentivado desde criança a estudar, ser curioso e não aceitar passivamente o que se ensina, me fazendo ser questionador, o que está me sendo muito útil na vida acadêmica; à minha avó Antonietta, que foi como uma mãe para mim após o falecimento de meus pais; à Pastora Milu por seus ensinamentos, orações e ter sido uma mãe espiritual para mim; e ao meu primo querido, João Eduardo, um irmão para mim. Também gostaria de agradecer à minha querida e bela esposa Rosana, por seu amor, carinho e dedicação nestes anos todos; aos meus filhos, Ana Lia e Benjamim André, pelos seus sorrisos, o que me motivam a continuar; ao meu Tio Totó, minha Tia Meirice e minha Tia Gunga, pela sua amizade e conselhos, após a morte de meus pais; à minha querida irmã Daniela, às minhas lindas primas, Veridiana e Camila, aos meus queridos primos Rama e Yuma, por sua amizade e carinho; nossa querida amiga Virgínia, que tem sido uma verdadeira irmã para mim e minha esposa, e também, por suas orações e conselhos; aos queridos professores Aldy e Elionor, respectivamente, meu orientador e co-orientadora, pelos conselhos, incentivos e apoio para que eu chegasse, onde estou; ao professor Afrânio, pelos conselhos dados para melhorar esta pesquisa. A todos os professores, colegas e funcionários da FECAP, sem os quais não teria sido possível avançar nesta pesquisa, em especial, ao amigo Eduardo Flores, sem o qual não conseguiria operacionalizar os testes estatísticos desta dissertação e à bibliotecária Denise, por deixar o trabalho de acordo com as normas da ABNT. À minha jovem discípula e querida amiga Alessandra, por sua força e amizade, me ajudando a sair das nuvens e pôr os pés no chão; Aos meus amigos pessoais (irmãos de coração), Alexandre e Daniel, por mesmo estando longe, saber que posso contar com os conselhos e amizade deles. Ao meu irmão de fé, Gilberto, pelo nosso andar junto e suas orações. Aos meus queridos irmãos e irmãs em Cristo, pela sua amizade, conselhos e orações, em especial, Xuxu, Sylvia e Claudia. Agradeço por sua ajuda na revisão e com suas valiosas contribuições a este trabalho, enriquecendo-o ainda mais meu irmão, Lourenço de Almeida Prado e meus amigos Eduardo Giardulli e Paulo Augusto Tesser Filho. Finalmente, agradeço à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), pelo importante apoio financeiro dado ao projeto cuja esta dissertação faz parte.

*Não deverão furto, nem mentir, nem usar  
de falsidade cada um com o seu próximo.  
(Adaptado de Levítico 19:11 – Bíblia).*

## RESUMO

O Brasil desenvolveu seu mercado de capitais na última década, apesar de ainda apresentar um alto nível de percepção de corrupção e burocracia, risco, fatores inibidores dos investimentos internos e externos nos mercados de capitais. O presente estudo é motivado por essa perspectiva. O objetivo desta pesquisa é analisar os fatores motivacionais para a prática de gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, foi realizada uma pesquisa com dados de empresas listadas nos mercados de capitais do Brasil. A amostra consistiu em 1.209 empresas-ano, no período de 2007 a 2012. Foi efetuada uma análise fatorial de forma a explicar melhor os fatores motivacionais e também foi realizada uma análise por modelos de regressão múltipla. Os resultados dos testes estatísticos indicaram, de maneira geral, que quanto melhores os mecanismos de governança corporativa adotados pelas empresas, menor a motivação para a prática de gerenciamento de resultados. Dentre os mecanismos internos destacaram-se de forma positiva para inibir as práticas de gerenciamento de resultados, a independência e competência do conselho de administração e, externamente, as ações dos órgãos regulatórios. Contrariando a literatura anterior, os resultados indicaram que a concentração de controle inibiria a prática de gerenciamento de resultados, enquanto maiores direitos aos investidores motivariam esta prática, o que pode ser explicado por características próprias de empresas brasileiras da amostra como controle familiar ou estatal, fraca dependência de recursos do mercado acionário, entre outros.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados. Brasil. Mercado de capitais. Governança corporativa. Custos de agência.

## ABSTRACT

Brazil developed its capital markets in the last decade, although still present a high level of perceived corruption and bureaucracy, risk factors inhibitors of internal and external investments in the capital markets. This study is motivated by this perspective. The aim is to analyze the motivational factors for the practice of earnings management in Brazilian listed companies. For this, a survey was conducted with data from listed companies in the capital markets in Brazil. The sample consisted of 1,209 company-year in the period 2007-2012. A factor analysis was performed in order to better explain the motivational factors and also analysis using multiple regression models. The results of the statistical tests showed, in general, that the better the corporate governance mechanisms adopted by companies, the less motivation to practice earnings management. Among the internal mechanisms stood out in a positive way to inhibit the practice of earnings management, the independence and competence of the board, and externally the actions of regulatory agencies. Contrary to previous literature, the results indicated that the concentration of control inhibit the practice of earnings management, while more rights to investors motivate this practice, which may be explained by characteristics of the sample of Brazilian firms as family or state control, weak reliance on the stock market, among others.

**Key-words:** Earnings management. Brazil. Securities markets. Corporate governance. Agency costs.

## LISTA DE FIGURAS

|  |    |
|--|----|
| Figura 1 – Gráfico da Evolução do Índice de Corrupção Percebida .....            | 16 |
| Figura 2 – Agrupamento das variáveis na pesquisa .....                           | 21 |
| Figura 3 – Componentes do resultado .....  | 22 |
| Figura 4 – Formas de se analisar o gerenciamento de resultados .....             | 28 |
| Figura 5 – Estrutura interna de governança corporativa .....                     | 41 |
| Figura 6 – Tipos de controlador .....  | 54 |
| Figura 7 – Estruturas de controle .....  | 55 |
| Figura 8 – Gráfico do <i>Scree Test</i> .....                                    | 79 |
| Figura 9 – Gráficos das Cargas .....   | 80 |
| Figura 10 – Gráficos de resíduos da variável dependente (TA) do 1º passo .....   | 82 |
| Figura 11 – Gráficos de resíduos da variável dependente (DAC) do Modelo 2A ..... | 85 |
| Figura 12 – Gráficos de resíduos da variável dependente (DAC) do Modelo 2B ..... | 86 |

## LISTA DE TABELAS

|  |    |
|--|----|
| Tabela 1 – Evolução do Índice de Capitalização das 10 maiores economias do mundo ..... | 15 |
| Tabela 2 – Resumo estatístico das variáveis de interesse e de controle .....           | 75 |
| Tabela 3 – Resumo estatístico das variáveis do 1º passo .....                          | 78 |
| Tabela 4 – Correlação de Spearman das variáveis do 1º passo .....                      | 78 |
| Tabela 5 – Cargas de fatores rotacionadas pelo método Varimax e comunalidades .....    | 80 |
| Tabela 6 – Regressão linear para TA .....  | 82 |
| Tabela 7 – Regressão linear para DAC (Modelo 2A) .....                                 | 83 |
| Tabela 8 – Regressão linear para DAC (Modelo 2B) .....                                 | 86 |

## LISTA DE QUADROS

|  |    |
|--|----|
| Quadro 1 – Relação esperada dos fatores motivacionais com a prática de GR .....            | 19 |
| Quadro 2 – Comparativo dos métodos de análise de gerenciamento de resultados .....         | 29 |
| Quadro 3 – Países classificados por fatores de proteção dos investidores .....             | 31 |
| Quadro 4 – Variáveis independentes da pesquisa de Correia e Louvet (2010) .....            | 36 |
| Quadro 5 – Pesquisas realizadas no Brasil relacionadas a gerenciamento de resultados ..... | 40 |
| Quadro 6 – Segmentos de negociação das ações da BM&F Bovespa .....                         | 56 |
| Quadro 7 – Variáveis da subcategoria BOARD .....   | 62 |
| Quadro 8 – Variáveis da subcategoria FISCAL BOARD .....                                    | 62 |
| Quadro 9 – Variáveis da subcategoria PAY COMM .....  | 63 |
| Quadro 10 – Variáveis da subcategoria AUD COMM .....                                       | 63 |
| Quadro 11 – Variáveis da subcategoria INT AUD .....  | 64 |
| Quadro 12 – Variáveis da categoria Transparência .....                                     | 65 |
| Quadro 13 – Variáveis da categoria Direitos dos Investidores .....                         | 65 |
| Quadro 14 – Variáveis da categoria Auditoria Externa .....                                 | 67 |
| Quadro 15 – Variáveis da categoria Órgãos Regulatórios .....                               | 67 |
| Quadro 16 – Nome dos fatores .....   | 81 |
| Quadro 17 – Análise da relação das variáveis de interesse com o GR .....                   | 87 |

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AG – Assembleia Geral  
BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo  
BTM – *Book-to-Market*  
CA – Conselho de Administração  
CEO – *Chief Executive Officer*  
CF – Conselho Fiscal  
CGBPP – *Corporate Governance Best-Practice Principles*  
CVM – Comissão de Valores Mobiliários  
EUA – Estados Unidos da América  
EMH – *Efficient Market Hypothesis*  
GC – Governança Corporativa  
GR – Gerenciamento de Resultados  
IAN – Informações Anuais  
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa  
IFRS – *International Financial Reporting Standards*  
IMF – *International Monetary Fund*  
IPO – *Initial Public Offer*  
JSE – *Jakarta Stock Exchange*  
LS – Legislação Societária  
MTB – *Market-to-Book*  
MSA – Medida de Adequação da Amostra  
ON – Ações Ordinárias Nominativas  
PAT – *Positive Accounting Theory*  
PIB – Produto Interno Bruto  
PN – Ações Preferenciais Nominativas  
RA – Relatório Anual da Administração  
RI – Departamento de Relação com Investidores  
ROA – *Return on Assets*  
TI – *Transparency International*  
UK – *United Kingdom*  
WB – *World Bank*  
WFE – *World Federation of Exchanges*

# SUMÁRIO

|  |            |
|--|------------|
| <b>1 INTRODUÇÃO .....</b>  | <b>14</b>  |
| 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA .....                                | 14         |
| 1.2 OBJETIVOS DE PESQUISA E DELIMITAÇÃO .....  | 19         |
| 1.3 RELEVÂNCIA DA PESQUISA .....   | 20         |
| 1.4 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA.....   | 21         |
| <b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES.....</b>  | <b>22</b>  |
| 2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....  | 22         |
| 2.1.1 CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS.....   | 22         |
| 2.1.2 <i>POSITIVE ACCOUNTING THEORY</i> E TEORIA DAS ESCOLHAS CONTÁBEIS .....          | 25         |
| 2.1.3 MODELOS DE DETECÇÃO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....                         | 28         |
| 2.2 FATORES MOTIVACIONAIS PARA GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....                        | 29         |
| 2.2.1 PESQUISAS RELACIONANDO FATORES MOTIVACIONAIS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS ..... | 29         |
| 2.2.2 ESTRUTURA INTERNA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....                                | 41         |
| 2.2.3 TRANSPARÊNCIA .....  | 51         |
| 2.2.4 DIREITOS DO INVESTIDOR.....  | 53         |
| 2.2.5 AUDITORIA EXTERNA.....   | 57         |
| 2.2.6 ÓRGÃOS REGULATÓRIOS.....   | 58         |
| <b>3 METODOLOGIA .....</b>   | <b>60</b>  |
| 3.1 CAMPO DE ESTUDO .....  | 60         |
| 3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA .....  | 60         |
| 3.2.1 VARIÁVEL DEPENDENTE .....  | 60         |
| 3.2.2 VARIÁVEIS DE INTERESSE.....  | 61         |
| 3.2.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE .....  | 68         |
| 3.2.4 COLETA DE DADOS.....   | 70         |
| 3.3 MODELOS .....  | 71         |
| 3.4 LIMITAÇÕES.....  | 73         |
| <b>4 RESULTADOS.....</b>   | <b>75</b>  |
| 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA.....  | 75         |
| 4.2 ANÁLISE FATORIAL.....  | 79         |
| 4.3 RESULTADOS DA REGRESSÃO (1º PASSO) .....   | 82         |
| 4.4 RESULTADOS DA REGRESSÃO (2º PASSO – MODELO 2A E MODELO 2B).....                    | 83         |
| <b>5 CONCLUSÃO .....</b>   | <b>88</b>  |
| <b>REFERÊNCIAS .....</b>   | <b>91</b>  |
| <b>APÊNDICE A .....</b>  | <b>105</b> |
| <b>APÊNDICE B .....</b>  | <b>108</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Em 2011, a economia brasileira se tornou a 6ª economia mundial, ultrapassando o Reino Unido<sup>1</sup>, conforme notícia do *site* globo.com (JUSTUS, 2012) e de manchete do jornal britânico *The Guardian*, publicada em 26 de dezembro de 2011: “*Brazil overtakes UK as sixth-largest economy: UK relegated to seventh place in world league of leading economies in 2011, according to team of economists*” (INMAN, 2011). Ainda, na reportagem do *The Guardian*, Inman (2011) se refere ao Brasil como “*South America's largest economy*”<sup>3</sup>.

Outro fato importante é que, desde 2006, o Brasil faz parte de um grupamento econômico chamado de BRICS, formado respectivamente por Brasil, Rússia, China, Índia e África do Sul<sup>4</sup>. Este grupamento tem relevância mundial, respondendo em 2010 por 14% ou 18% da economia mundial (sem e com a África do Sul, respectivamente), conforme informado pelo Ministério das Relações Exteriores do Brasil. (BRASIL, 2012). Os advogados Thiago Sandim e Sérgio Carvalho Machado afirmam, em reportagem publicada na revista *Capital Aberto*, que “estudos e projeções demonstram que, até 2050, esse grupo terá o mesmo peso dos países desenvolvidos (G6) na economia mundial”. (SANDIM; MACHADO, 2007).

Na Tabela 1, apresentamos a evolução dos índices de capitalização das 10 maiores economias do mundo<sup>5</sup>. O potencial de crescimento econômico do Brasil pode ser observado nos mercados acionários, conforme a Tabela 1, onde o índice de capitalização do mercado acionário brasileiro cresceu aproximadamente 145% de 2001 a 2009<sup>6</sup>. Os outros BRIC tiveram crescimentos ainda maiores: Índia cresceu 297%; Rússia, 281%; e China, 234%.

---

<sup>1</sup> Conforme relatório do FMI, o Reino Unido recuperou a 6ª posição em 2012 (INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF, 2013).

<sup>2</sup> O Brasil ultrapassa o Reino Unido como sexta maior economia: O Reino Unido foi relegado ao sétimo lugar na liga mundial das economias dominantes em 2011, de acordo com um time de economistas. (tradução livre nossa).

<sup>3</sup> Maior economia da América do Sul. (tradução livre nossa).

<sup>4</sup> A África do Sul (representada pela letra “S” por seu nome em inglês *South Africa*) juntou-se aos países do BRIC original em 2011.

<sup>5</sup> A França (5ª maior economia do mundo) não possuía na época, Bolsa de Valores filiada à WFE; em função disto, foi retirada da análise.

<sup>6</sup> Utilizaram-se os dados até 2009, pois em 2010, a Bolsa de Valores da Itália (*Borsa Italiana*) se fundiu com a Bolsa de Valores do Reino Unido (*London SE*), conforme World Federation of Exchanges - WFE (2011), o que prejudicaria a comparabilidade das informações.

Neste mesmo período, os Estados Unidos da América (EUA) tiveram uma redução de aproximadamente 19%; a Alemanha, de 31%; e a Itália, 55%. Por outro lado, Japão aumentou em 30% e o Reino Unido (UK), em 10%.

| Mercados Acionários | 2012                             | 2001          |          |        | 2009          |          |        | Diferença% |
|---------------------|----------------------------------|---------------|----------|--------|---------------|----------|--------|------------|
|                     | Posição da Economia <sup>7</sup> | Capitalização | PIB      | IC     | Capitalização | PIB      | IC     |            |
| EUA                 | 1 <sup>a</sup>                   | 13.766,3      | 10.233,9 | 134,5% | 15.077,3      | 13.898,3 | 108,5% | -19,3%     |
| China <sup>8</sup>  | 2 <sup>a</sup>                   | 506,1         | 1.495,2  | 33,8%  | 5.878,3       | 5.205,3  | 112,9% | 234,0%     |
| Japão               | 3 <sup>a</sup>                   | 2.264,5       | 4.095,5  | 55,3%  | 3.623,6       | 5.035,1  | 72,0%  | 30,2%      |
| Alemanha            | 4 <sup>a</sup>                   | 1.071,8       | 1.880,9  | 57,0%  | 1.292,4       | 3.298,6  | 39,2%  | -31,2%     |
| UK                  | 6 <sup>a</sup>                   | 2.164,7       | 1.468,0  | 147,5% | 3.543,6       | 2.183,9  | 162,3% | 10,0%      |
| Brasil              | 7 <sup>a</sup>                   | 186,2         | 553,6    | 33,6%  | 1.337,2       | 1.620,2  | 82,5%  | 145,5%     |
| Rússia              | 8 <sup>a</sup>                   | 48,5          | 306,6    | 15,8%  | 736,3         | 1.222,6  | 60,2%  | 281,0%     |
| Itália              | 9 <sup>a</sup>                   | 768,4         | 1.123,7  | 68,4%  | 655,8         | 2.111,1  | 31,1%  | -54,5%     |
| Índia               | 10 <sup>a</sup>                  | 194,5         | 492,4    | 39,5%  | 2.141,1       | 1.365,4  | 156,8% | 297,0%     |

**Tabela 1: Evolução do Índice de Capitalização das 10 maiores economias do mundo (em US\$ bilhões).**

Fontes: Adaptado de WFE (2011); World Bank - WB (2011); IMF (2013)

A despeito do crescimento da economia, o mercado de capitais do Brasil ainda é incipiente se comparado a mercados maduros como EUA, UK e Japão. De fato, o único mercado de capital emergente que se compara a estes mercados é o da China, sendo menor apenas que o dos EUA.

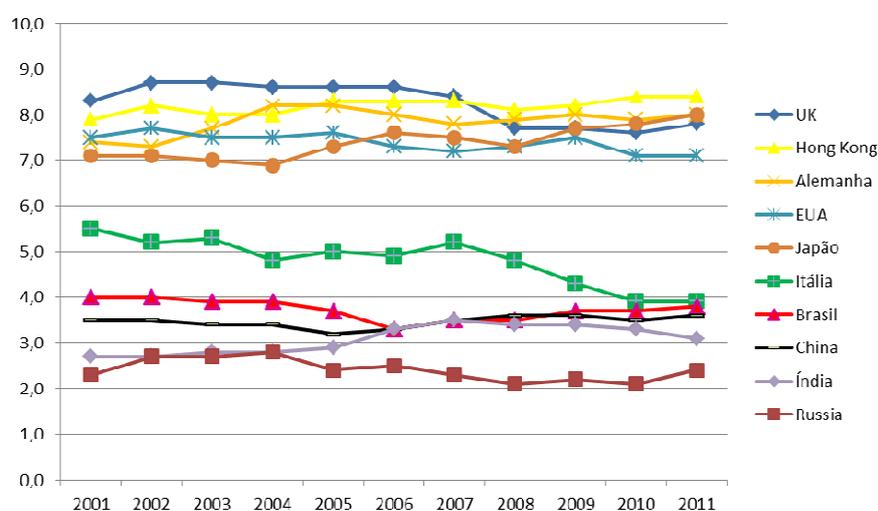
A incipiência do mercado brasileiro se deve a dificuldades estruturais, burocráticas e econômicas, as quais impedem um crescimento mais robusto da economia. Entre as razões para estes impedimentos, estão o complexo sistema tributário e a excessiva burocracia existente (BARRUCHO, 2012). As informações que serviram de fonte para a reportagem de Barrucho têm como fonte o relatório do *World Bank "Doing Business 2013"*, referente à facilidade de fazer negócios numa população de 185 países, os países desenvolvidos ocupam as seguintes posições – EUA (4<sup>a</sup>); UK (7<sup>a</sup>); Alemanha (20<sup>a</sup>); Japão (24<sup>a</sup>); e Itália (73<sup>a</sup>). Os BRIC ocupam as seguintes posições: China<sup>9</sup> (91<sup>a</sup>); Rússia (112<sup>a</sup>); finalmente, o Brasil (130<sup>a</sup>); e Índia (132<sup>a</sup>). Como pode se observar o Brasil, em termos de facilidade de se fazer negócios, está bem atrás dos países desenvolvidos; e mesmo se considerarmos os BRIC, seria (em termos de facilidade de se fazer negócios), a 3<sup>a</sup> opção, estando praticamente empatado com a Índia.

<sup>7</sup> Conforme *World Economic Outlook Database* (IMF, 2013).

<sup>8</sup> Não está incluída a Bolsa de Valores de Taiwan; no PIB, está incluído Hong Kong.

<sup>9</sup> Hong Kong aparece em separado no relatório em 2<sup>o</sup> lugar.

Outro exemplo de desconfiança dos investidores é a corrupção percebida. De acordo com estudo do Transparency International - TI (2011), organização civil global que combate a corrupção, o Brasil, comparando-se com os mercados maduros, tem um alto nível de percepção de corrupção e burocracia, o que pode ser um dos inibidores dos investimentos internos e externos nos mercados de capitais. Na Figura 1, apresentamos a evolução do índice de corrupção percebida para as 10 maiores economias do mundo<sup>10</sup>, para os anos entre 2001 e 2011<sup>11</sup>. O índice é calculado da seguinte forma: o maior nível de corrupção percebida tem nota 0 e o menor, nota 10.



**Figura 1: Gráfico da Evolução do Índice de Corrupção Percebida.**  
Fonte: TI (2011).

Na Figura 1, pode-se observar que o Brasil possui uma percepção de corrupção elevada, bem como os outros países integrantes do BRIC. A exceção é Hong Kong, assim como foi apresentado na facilidade de se fazer negócios<sup>12</sup>. Os países desenvolvidos têm níveis de corrupção mais baixos que os dos BRIC, com exceção da Itália<sup>13</sup>.

Estes são motivos causados por alguns mecanismos externos de governança corporativa (GC) às empresas que prejudicariam o investimento estrangeiro no Brasil. No que se refere a motivos causados por fatores internos, tem-se a alta concentração de controle nas

<sup>10</sup> Com a exclusão da França, conforme nota 5 (p. 14).

<sup>11</sup> A China está dividida em 2 componentes: China e Hong Kong, já que existem 2 percepções de corrupção diferentes.

<sup>12</sup> Como o objetivo desta pesquisa não é analisar os mercados chineses, não vamos nos aprofundar na discussão do crescimento do mercado de capitais chinês. Mas, de acordo com os níveis de burocracia e de percepção de corrupção apresentados, há fortes indícios de que a capitalização ocorre em função do mercado de Hong Kong.

<sup>13</sup> Tanto a burocracia quanto a corrupção percebida na Itália fornecem indícios sobre a descapitalização do mercado de capitais italiano e, possivelmente, a fusão com a Bolsa de Valores de Londres.

empresas<sup>14</sup>, conforme Carvalhal-da-Silva (2004); Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2009), onde o acionista controlador detém mais de 50% do capital votante das empresas, ou quando não, 2 ou 3 acionistas detém o controle de forma direta ou indireta, o que se assemelha à Teoria da Agência de Jensen e Meckling<sup>15</sup> (1976). Ainda, de acordo com Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2009), quanto maior a concentração de controle, menor a informatividade das informações contábeis divulgadas e, desta forma, menor a credibilidade das referidas informações. A decorrência desta concentração de controle seria a falta de transparência das informações que leva à assimetria de informações. (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Alguns dos mecanismos internos de GC que podem levar à desconfiança dos investidores são: conselho de administração (CA) ou conselho fiscal (CF) que não sejam independentes ou que não tenham a competência para realizar suas funções, conforme Araújo, Mendes e Lustosa (2012); Bekiris e Doukakis (2011); Chen e Liu (2010); Hermalin e Weisbach (2003); Jensen (1993); Silveira (2004); Siregar e Utama (2008); empresas que não sejam auditadas por *Big Four*<sup>16</sup> ou que não recebam parecer sem ressalva por parte dos auditores independentes conforme Bartov; Gul; Tsui, 2001; Carlin; Victor, 2010; Francis; Maydew; Sparks, 1999; Martinez, 2011, entre outros.

De acordo com a Teoria da Utilidade, amplamente difundida nas Ciências Econômicas e Finanças, o indivíduo, movido por ganância, deseja maximizar sua riqueza. Ora, no mercado de capitais, os investidores (acionistas) e os administradores (gestores das empresas) têm interesses que muitas vezes se chocam. Se considerarmos os investidores como proprietários e, mesmo pressupondo que os administradores trabalhem para os primeiros, em função de sua própria ganância, podem manipular os resultados em seu próprio interesse. Disso decorre que o investidor tem de incorrer em uma série de custos (chamados de custos de agência) para minimizar o espaço de manobra (manipulação) dos números contábeis por parte dos administradores. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Caso ocorram as fragilidades de mecanismos internos e externos de GC (ou seja, não havendo mecanismos inibitórios à ação dos administradores pelo fato deles deterem as informações), eles podem manipular a informação a seu favor, conforme Healy e Whalen

---

<sup>14</sup> No Brasil, com a existência das ações preferenciais – PN (sem direito a voto) e ordinárias – ON (com direito a voto), o acionista controlador detém o controle da empresa, embora possa vir a ter menor participação nos dividendos, o que criaria a figura do acionista minoritário, ou seja, o acionista não controlador.

<sup>15</sup> A diferença para a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976) é que com a figura do acionista minoritário no Brasil, o acionista controlador é tanto o proprietário quanto agente (desta forma, controlando as informações e o fluxo de caixa), ao passo que o acionista minoritário seria apenas proprietário.

<sup>16</sup> Grandes empresas de auditoria norte-americanas, sendo as líderes mundiais no setor, a saber: PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, KPMG e Ernst & Young.

(1999). Uma das formas de manipulação de informação é o gerenciamento de resultados (GR) que pode ser entendido como contabilidade criativa ou manipulação contábil, conforme Zendersky (2005), o que influencia o mercado de capitais, por meio dos preços das ações, pois estes são dados em função dos pagamentos futuros de dividendos e valor presente dos fluxos de caixa descontados, cujo cálculo está baseado nos resultados das empresas, como por exemplo, as *Initial Public Offer*<sup>17</sup>– IPO (CORMIER; MARTINEZ; 2006; ROOSEMBOOM; VAN DER GOOT; MERTENS, 2003); o crescimento dos resultados que levam a oportunidades de investimentos, conforme Chen e Liu (2010); e o *pay-out* de dividendos, conforme Carlin e Victor (2010).

Estudos recentes sobre GR têm analisado a motivação à sua prática, sob diferentes aspectos: a) fatores motivacionais macroeconômicos (FLORES, 2012; SILVA, A. et al., 2012;); b) perspectiva de mecanismos internos das empresas (CORREIA; LOUVET, 2010; MARTINEZ; REIS, 2010; SIREGAR; UTAMA, 2008; SOUSA; GALDI, 2013; TORRES et al., 2009; ); c) perspectiva de mecanismos externos às empresas (CHOI; KIM LEE, 2011; GUIMARÃES; SHENG, 2011).

Flores (2012) e Silva, A. et al. (2012) verificaram se as crises econômicas ocorridas no Brasil motivaram a prática de GR.

Siregar e Utama (2008) verificaram se os efeitos da estrutura de controle, tamanho da empresa e práticas de GC motivaram a prática de GR. Torres et al. (2009) verificaram a associação entre o alisamento de resultados (*income smoothing*) e a estrutura de propriedade e controle, o nível de GC e a origem do capital; Correia e Louvet (2010) investigaram características específicas de empresas e seus mecanismos de GC que possam ser determinantes tanto da qualidade das informações publicadas quanto da comunicação espontânea ao mercado; Martinez e Reis (2010) desejaram saber se o rodízio de auditores independentes apresentava impacto ou não no GR das empresas; Sousa e Galdi (2013) investigaram a influência da concentração acionária das empresas brasileiras listadas na qualidade do lucro divulgado.

Choi, Kim e Lee (2011) investigaram (em 9 países asiáticos) se as informações dos resultados divulgados e seus componentes se alteraram durante a crise Asiática de 1997-1998, e em caso positivo, de que forma ocorreu tal alteração. Um dos aspectos observado por eles foi a relação entre a prática de GR e os fatores institucionais dos países analisados. Guimarães e Sheng (2011) analisaram se o ambiente institucional relacionado ao nível de proteção dos

---

<sup>17</sup> Abertura de capital (tradução livre nossa).

investidores dos países da América Latina contribuiu para uma redução na prática de GR das empresas.

Diante do exposto, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa: *Quais são os fatores motivacionais ligados a mecanismos internos e externos para a prática de gerenciamento de resultados em empresas listadas no Brasil?*

## 1.2 OBJETIVOS DE PESQUISA E DELIMITAÇÃO

Este trabalho tem por objetivo principal analisar os fatores motivacionais ligados à GC para a prática de GR em empresas listadas no Brasil. Os referidos fatores estão ligados a 5 dimensões principais: Transparência; Concentração de Controle e Direito dos Investidores; Competência e Independência do Conselho Fiscal; Competência e Independência do Conselho de Administração; e Órgãos Regulatórios. Os resultados esperados destes fatores motivacionais estão descritos no Quadro 1.

Os objetivos específicos desta pesquisa são: identificar na literatura de GR, os fatores motivacionais (ligados à GC) que possam motivar ou inibir a prática de GR; verificar a possível prática de GR nas empresas por meio do modelo estatístico Jones Modificado conforme Dechow, Sloan e Sweeney (1995); criar modelo para análise de GR e posterior relação entre este e os fatores motivacionais (modelo de análise multivariada); e verificar a relação entre as variáveis e sua significância.

Em ordem a avaliar e validar as hipóteses de pesquisa foi utilizada uma amostra de 227 empresas listadas no mercado de ações a vista da BM&F Bovespa, cujas ações foram negociadas em dezembro de 2012 (BM&F BOVESPA, 2012). A análise foi realizada em bases anuais, para o período compreendido entre 2007 e 2012, consistindo de 1.209 empresas-ano no período estudado.

| <b>Fator</b>   | <b>Relação Esperada</b> |
|--|-------------------------|
| Transparência  | Inibir                  |
| Concentração de Controle                                 | Incentivar              |
| Direito dos Investidores                                 | Inibir                  |
| Competência e Independência do Conselho Fiscal           | Inibir                  |
| Competência e Independência do Conselho de Administração | Inibir                  |
| Órgãos Regulatórios                                      | Inibir                  |

**Quadro 1:** Relação esperada dos fatores motivacionais com a prática de GR.

Fonte: Do autor

### 1.3 RELEVÂNCIA DA PESQUISA

Dada a relevância do assunto, que é estudado no Brasil desde 2001 (Martinez, 2001), tem havido uma série de linhas de estudos relacionados às práticas de GR no Brasil.

Conforme mencionado na Seção 1.1 “Introdução”, desde 2010, existem estudos que associam o GR a fatores motivacionais ligados à GC. Em relação a estes estudos, o diferencial deste seria que este estudo abrange uma vasta gama de mecanismos de GC, a saber: dentro da Estrutura Interna de GC, são analisados o CA, CF, Comitê de Remuneração, Comitê de Auditoria e Auditoria Interna. Também são objetos de análise do estudo a Transparência, os Direitos dos Investidores, a Auditoria Externa e os Órgãos Reguladores<sup>18</sup>. Comparando-se com outros estudos na mesma linha, tem-se que houve estudos focados nos direitos dos investidores, ligados à concentração e pulverização de controle (TORRES et al., 2009; CARLIN; VICTOR, 2010; CORREIA; LOUVET, 2010); auditoria externa (MARTINEZ, 2009b, 2011; MARTINEZ; REIS, 2010); transparência (MURCIA; WUERGUES, 2011); e fatores institucionais (GUIMARÃES; SHENG, 2011).

As justificativas para este trabalho são: (a) a relevância social de um melhor financiamento das empresas e, conseqüentemente, do desenvolvimento da economia; (b) os estudos relacionando a prática de GR à GC e aos aspectos institucionais no Brasil se focam, geralmente, em uma única categoria; e (c) no exterior, poucos estudos relacionando a prática de GR à GC e aos aspectos institucionais no Brasil. As contribuições deste trabalho são: (a): no campo acadêmico, reforçar os estudos já existentes relacionando a GC e os aspectos institucionais à prática de GR; (b) apresentar uma nova metodologia na análise dos fatores motivacionais para prática de GR, por meio de análise multivariada dos fatores que motivariam esta prática; (c) a criação de um conjunto de variáveis de GC – conforme apresentado na Figura 2 a seguir – que podem ser analisadas: separadamente num total de 55 variáveis *dummies* e contínuas (como apresentadas na Seção 3.2.2 e no Apêndice A); como indicadores (8 indicadores, de acordo com a Seção 3.2.2 e Apêndice A) ou como 5 dimensões vindas de análise fatorial (conforme Seção 4.2); (d) no campo social, fortalecer as instituições existentes no Brasil, de maneira a poder se obter um controle melhor sobre a prática de GR e, desta forma, trazer maior segurança jurídica aos investidores e credores; e (e) apontar possibilidades de melhoria na legislação e regulação atuais para proteger o investidor –

---

<sup>18</sup> Ligados aos fatores institucionais.

acionista minoritário conforme La Porta et al. (2000) e, desta forma, fortalecer o mercado de capitais brasileiro.



**Figura2: Agrupamento das variáveis na pesquisa**

Fonte: Do autor

#### 1.4 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

O presente trabalho se divide em 4 seções além desta. Na seção 2, é realizada a revisão de estudos anteriores e o desenvolvimento da hipótese; na seção 3, é apresentada a metodologia da pesquisa, incluído o campo de pesquisa, a definição das variáveis e os modelos para GR; na seção 4, é feita a análise dos resultados e correspondentes testes estatísticos e, por fim, a seção 5 é destinada às conclusões.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES

Neste capítulo será apresentada uma revisão da literatura sobre conceitos e modelos para identificação da prática de GR e a sua relação com a *Positive Accounting Theory* (PAT). Também serão abordados: o conceito dos mecanismos motivacionais; seu relacionamento com o GR; e a justificativa para as variáveis que serão utilizadas no presente trabalho.

### 2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

#### 2.1.1 CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS

Os resultados (lucros ou prejuízos) são apresentados pela Demonstração de Resultados, sendo compostos por 3 itens: Receitas, Custos e Despesas. Segundo o Comitê de Pronunciamentos Contábeis CPC (2011) em seu item OB17, entende-se que o Regime de Competência ocorre quando a empresa informa os efeitos das transações sobre os recursos econômicos quando da ocorrência dos referidos efeitos, independente de haver pagamentos ou recebimentos por parte desta. A competência também é chamada de *accruals*. Conforme Healy (1985) relativamente à definição de *accruals*, temos: “*difference between reported earnings and cash flows from operations*<sup>19</sup>”.



**Figura3: Componentes do resultado**  
 Fonte: Adaptado de Healy (1985)

<sup>19</sup> Diferença entre os resultados divulgados e o fluxo de caixa operacional. (Tradução livre nossa).

No esquema apresentado na Figura 3, avança-se um passo em relação à definição de Healy (1985), separando-se os *accruals* em não-discrecionários (que independem do poder de escolha dos administradores) e discrecionários (que podem ser manipulados ou gerenciados à escolha dos administradores).

Beneish (2001, p. 3) diz que “*managerial discretion is a mean for managers to reveal to investors their private expectations about the firm’s future cash flows*”<sup>20</sup>. De acordo com este conceito, o GR poderia ser utilizado para a administração sinalizar para os investidores suas percepções a respeito do futuro. Pelo fato destas informações serem confidenciais, o administrador não poderia divulgá-las. O GR, desta forma, melhora a percepção que os investidores teriam do futuro da empresa e, em consequência, podendo o valor de mercado da empresa aumentaria.

Fields, Lys e Vincent possuem uma definição neutra quanto ao GR que eles chamam de *accounting choices* (isto é, escolhas contábeis):

*An accounting choice is any decision whose primary purpose is to influence (either in form or substance) the output of the accounting system in a particular way, including not only financial statements published in accordance with GAAP<sup>21</sup>, but also tax returns and regulatory filings. (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001, p. 256)<sup>22</sup>.*

Diante da definição de Fields, Lys e Vincent (2001), pode-se observar que não há um julgamento de valores, pois, apesar dos autores falarem em influenciar os diversos usuários da informação contábil, não é informado pelos autores se a influência seria positiva ou negativa. Dessa forma, este conceito pode ser considerado como neutro.

Healy (1985) chegou à conclusão que os administradores, motivados por receberem bônus no fim do ano, poderiam gerenciar os resultados por meio de suas escolhas contábeis. Desta forma, estariam agindo em interesse próprio, não necessariamente agindo no interesse da empresa.

---

<sup>20</sup> A discricionariedade gerencial é um meio para a administração revelar aos investidores suas expectativas pessoais sobre os fluxos de caixa futuros da empresa. (tradução livre nossa).

<sup>21</sup> *Generally Accepted Accounting Principles*.

<sup>22</sup> Uma escolha contábil é qualquer decisão cujo propósito primário é influenciar (tanto na forma quanto na substância) a saída do sistema contábil em uma forma particular, incluindo não apenas demonstrativos financeiros publicados de acordo com os PCGA’s (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos), mas também retornos fiscais e informações para os órgãos reguladores. (Tradução livre nossa).

Para Healy e Wahlen:

*Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.* (HEALY; WAHLEN, 1999, p. 368)<sup>23</sup>.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003, p. 506) conceituam o GR, de forma simplificada, como “*the alteration of firms’ economic performance by insiders to either mislead some stakeholders or to influence contractual outcomes*”<sup>24</sup>.

Para DeAngelo (1986), em casos de compra de ações por parte da administração, os administradores podem ter incentivos para manipular (“gerenciar”) os resultados de forma negativa, de forma a minimizar a compensação aos acionistas vendedores, uma vez que grande parte dos processos de avaliação das empresas (e conseqüentemente, das suas ações), vêm dos resultados. Outro argumento que DeAngelo (1986) usa é que os administradores usam de mecanismos de GR que sejam mais difíceis de serem detectados pelos usuários externos. Com as palavras da própria DeAngelo (1986, p. 405), temos que: “*among the set of feasible income-reducing accounting techniques, managers have incentives to select those whose use is less obvious to outsiders*”<sup>25</sup>.

DeAngelo (1988) novamente apresenta uso da discricionariedade contábil em proveito próprio em detrimento da empresa. No caso de eleição da nova administração, os administradores atuais usam da sua discricionariedade para apresentar números favoráveis aos acionistas eleitores. Os dissidentes, caso sejam eleitos, utilizam uma técnica chamada *take a bath*. De forma resumida, seria piorar os resultados num primeiro momento (o que, no caso do estudo de DeAngelo (1988), mostraria os efeitos “nocivos” da administração anterior) e uma melhora num segundo momento (o que, no caso do estudo da autora, mostraria a “capacidade” da nova administração em recuperar os resultados para os acionistas).

---

<sup>23</sup> Gerenciamento de resultados ocorre quando a administração usa de julgamento nas informações financeiras e transações de estruturação para alterar os relatórios financeiros para induzir alguns acionistas ao erro sobre os fundamentos do desempenho econômico da empresa ou para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis informados. (Tradução livre nossa).

<sup>24</sup> A alteração do desempenho econômico das empresas pela administração para induzir alguns acionistas ao erro ou influenciar resultados contratuais. (Tradução livre nossa).

<sup>25</sup> Dentre uma série de possíveis técnicas contábeis redutoras de receitas, os administradores têm incentivos para selecionar aquelas cujos usos sejam menos óbvios para usuários externos. (Tradução livre nossa).

Para Schipper, o GR seria:

*Purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain (as opposed to, say, merely facilitating the neutral operation of the process. (SCHIPPER, 1989, p. 92)<sup>26</sup>.*

Como se pode observar, na literatura não há um consenso sobre o que seja o GR. Para os efeitos desta pesquisa, dadas as percepções relativas aos fatores institucionais do Brasil, será utilizado um conceito que derivado das definições de Fields, Lys e Vincent (2001) e de Schipper (1989), qual seja: *O GR, em função do regime de competência, se reflete nas escolhas contábeis por parte da administração da empresa, administração esta que intervém propositalmente na informação contábil externa, devido a motivos pessoais.*

### 2.1.2 POSITIVE ACCOUNTING THEORY E TEORIA DAS ESCOLHAS CONTÁBEIS

Grande parte das pesquisas relacionadas ao GR são baseadas na PAT, utilizando-se de modelos econométricos para explicar a ocorrência ou não de GR por meio das diversas relações entre as variáveis independentes e a variável dependente – que no caso do GR são os *accruals* totais. Por isso, nesta Seção serão abordados alguns aspectos da PAT e como ela se relaciona com a prática de GR.

A PAT se baseia na *Efficient Market Hypothesis* (EMH)<sup>27</sup>, “*a market in which prices always “fully reflect” available information is called “efficient”.*”<sup>28</sup> (FAMA, 1970, p. 383). A EMH decorre de algumas condições (premissas) para ser validada, conforme Fama, (1970), quais sejam: não há custo de transação na negociação de títulos; toda informação está igualmente disponível a todos os participantes do mercado, sem qualquer custo; e todos os participantes do mercado possuem expectativas homogêneas em relação às implicações da informação disponível.

Bloomfield (2002) propôs a criação de uma nova hipótese, chamada de *Incomplete Revelation Hypothesis*<sup>29</sup>. Nesta hipótese, o equilíbrio de mercado é baseado em modelos de

---

<sup>26</sup> Intervenção proposital no processo de informação financeira externa, com a intenção de se obter algum ganho pessoal (em oposição, digamos, a meramente facilitar as operações neutras do processo). (Tradução livre nossa).

<sup>27</sup> Hipótese de Mercado Eficiente. (Tradução livre nossa).

<sup>28</sup> Um mercado no qual os preços “refletem totalmente” a informação disponível é chamado “eficiente”. (Tradução livre nossa).

<sup>29</sup> Hipótese de Revelação Incompleta. (Tradução livre nossa).

expectativas racionais, modelos nos quais os investidores racionais escolhem se coletarão informações sobre os ativos, ou seja, o equilíbrio ocorre no caso de alguns investidores, mas não todos, incorrem em custos para coletarem informação.

Mattessich (2002), por sua vez, entende que a PAT (iniciada no final da década de 1960) pode ser caracterizada por um empirismo radical, a qual considerava as pesquisas preexistentes como normativas e não científicas, pelo fato da PAT utilizar, em seus trabalhos, uma rigorosa metodologia empírica e estatística. Porém, décadas depois, a despeito do grande volume de trabalhos e da sofisticação da pesquisa acadêmica, diversos problemas não puderam ser resolvidos<sup>30</sup>. Ele diz que os autores da PAT consideram esta como científica pelo fato de supostamente ser livre de valores por julgamentos, porém as ciências possuem pré-julgamentos (premissas e postulados científicos), sem os quais não há ciência. Desta forma, é incorreto dizer que há ausência de valores de julgamento na PAT e que, portanto, provavelmente haverá influência dos valores do pesquisador que influenciarão suas análises. Outro ponto levantado por Mattessich (2002) é que as relações entre os fins da pesquisa (as hipóteses a serem testadas) e os meios (as variáveis explicativas) podem ser compreendidas pelas relações de causa e efeito, as quais podem ser estabelecidas por meio das técnicas estatísticas (onde as variáveis independentes explicam a dependente). Esta afirmação tem alguns problemas, destacando-se que a variável dependente pode ser explicada por outras variáveis independentes, que não foram selecionadas pelos pesquisadores.

De acordo com Kabir (2010), o qual critica a PAT, nos trabalhos de Watts e Zimmerman (1986, 1990), entende que esta reflete a visão que os referidos autores têm sobre a Contabilidade Positiva, tanto como teoria quanto como ciência e também entende que os criadores e defensores da PAT apelam para que sua teoria seja vista como ciência para desacreditar a Teoria normativa existente. Dada a importância da PAT nas pesquisas, Kabir (2010) entendeu ser importante comparar a PAT às ciências naturais, com a finalidade de se observar a evolução da PAT e suas possíveis falhas (*gaps*, no original). Pelo fato da Contabilidade ser uma ciência social (onde o comportamento tanto dos produtores como dos usuários estão baseados em crenças, valores, preconceitos, entre outros), não se pode, simplesmente, utilizar de metodologias vindas das ciências naturais. De acordo com Kabir (2010), o ser humano não age sempre com racionalidade. Ele diz que duas pessoas agem de forma diferente estando na mesma situação e tomam a mesma ação em situações diferentes.

---

<sup>30</sup> De acordo com Mattessich (2002), estes problemas incluem a avaliação de empresas, mensuração da eficiência contábil e outros como independência da auditoria e consenso a respeito das normas contábeis internacionais.

Avançando um pouco no conceito de Kabir (2010), pode se dizer que a mesma pessoa, em épocas diferentes da sua vida pode mudar a forma de agir, agindo de forma diferente na mesma situação.

Desta forma, mesmo com grandes e complexas metodologias, talvez não se avalie com certeza o que levou o administrador a tomar determinada decisão, sendo também válido para os usuários externos que podem agir de maneira racional ou irracional de acordo com sua vontade. Outra questão relativa a possíveis problemas na PAT, corroborando Kabir (2010), tem-se que nem sempre os investidores agem de uma forma racional. (BLOOMFIELD, 2002). Expandindo-se este conceito para os administradores, tem-se que o administrador pode agir de forma irracional também, o que não pode ser mensurado por meio de cálculos estatísticos.

Na presente pesquisa, utiliza-se de metodologia estatística utilizando-se de conceitos derivados da PAT. Sabe-se que esta tem algumas limitações, as quais serão consideradas tanto na metodologia (Capítulo 3) quanto nos resultados (Capítulo 4). Isto se deve ao fato de: (a) a Contabilidade ser uma ciência social, não natural; (b) existirem julgamentos de valores da nossa parte (pesquisadores); (c) variáveis importantes podem ter sido deixadas de lado nas análises estatísticas; (d) as correlações estatísticas significantes entre variáveis independentes e a variável dependente nem sempre explicam esta última; e (e) a PAT pode não explicar o comportamento dos usuários externos e do administrador, pois, nem sempre as pessoas agem racionalmente.

Em relação às escolhas contábeis, conforme citado na definição de Fields, Lys e Vincent (2001), citada na página 23 desta pesquisa, a própria normatização brasileira deixa de ser normativa (forma legal) para ser orientativa, com o intuito de convergir com as normas internacionais (IFRS<sup>31</sup>). Nas palavras do Prefácio do CPC (2011), prevalece a “essência sobre a forma”. Sem um balizador formal, com a implantação do IFRS no Brasil, há margem para a administração das empresas usar maior discricionariedade com amparo no próprio pronunciamento do CPC (2011). Por exemplo, Gomes et al. (2013) verificaram se poderia haver a prática de GR em empresas que reconheceram os ativos fiscais diferidos, de acordo com o CPC 32 (CPC, 2009), verificando que em certos casos como, por exemplo, o alto endividamento levou as empresas a praticar o GR.

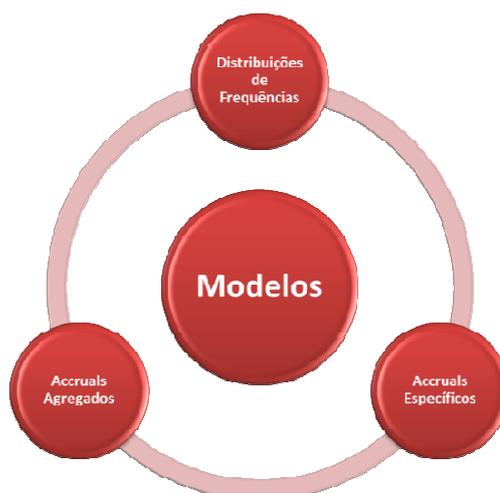
Portanto, entende-se que após a adoção do IFRS, há indícios de que a prática de GR nas empresas pode ter aumentado.

---

<sup>31</sup> *International Financial Reporting Standards* - Normas Internacionais de Informações Financeiras (tradução livre nossa).

### 2.1.3 MODELOS DE DETECÇÃO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Existem basicamente três formas de se analisar o GR: Modelos de Distribuições de Frequências – a estatística descritiva é utilizada, observando-se os resultados em relação a uma referência e analisando-se os hiatos nas distribuições; Modelos de Acumulações Específicas (*Specific Accruals*) – é utilizada uma única conta para análise, onde os *accruals* podem ser mensurados com relativa precisão, sendo mais utilizados em contas ou setores específicos, como por exemplo, o setor financeiro, onde se examina a sua Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa; Modelos de Acumulações Agregadas (*Aggregate Accruals*) – são realizadas regressões lineares em diversas contas, sendo o erro destas regressões o indicador da possível prática de GR. (MARTINEZ, 2001). Na Figura 4 se apresentam os 3 tipos de análise de GR:



**Figura4: Formas de se analisar o gerenciamento de resultados**

Fonte: Do autor

Cada modelo tem suas vantagens e desvantagens, conforme pode ser observado no Quadro 2.

Com base no Quadro 2, nesta pesquisa estamos utilizando um Modelo de Acumulações Agregadas. Em relação às vantagens, estamos utilizando um horizonte amplo de estudo (1.209 empresas-ano) e no primeiro passo do modelo será importante saber o montante que será gerenciado.

Em relação às desvantagens, já se sabe que o modelo será mais impreciso que o das acumulações específicas; porém, como o foco não é saber se está ocorrendo ou não o GR,

mesmo que o modelo não estime com precisão as contas objeto da prática de GR, não haverá grande impacto nas análises; e finalmente, está sendo utilizada uma base de dados robusta nesta pesquisa e de acordo com o exposto por Martinez (2011) foram encontrados problemas econométricos, os quais acabaram por exigir ajustes na base de dados inicial.

| <i>Modelo</i>                       | <i>Vantagens</i>   | <i>Desvantagens</i>   |
|-------------------------------------|--|---|
| <b>Distribuições de Frequências</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplicidade</li> <li>• Evidência intuitiva</li> <li>• Quantificação de empresas que praticam GR</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Não permite calcular o montante alterado</li> <li>• Não identifica como as empresas gerenciam seus resultados</li> </ul>   |
| <b>Acumulações Específicas</b>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Verificar se a conta é utilizada para GR</li> <li>• Modelagem mais robusta (particularidades de um setor específico)</li> </ul>                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Necessidade de dados específicos da indústria ou de uma conta em particular que nem sempre estão à disposição do pesquisador</li> </ul>  |
| <b>Acumulações Agregadas</b>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aplicabilidade para um horizonte amplo de empresas</li> <li>• Permite a mensuração do montante que é gerenciado, verificando se é positivo ou negativo</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Modelos incorrem em erros de mensuração</li> <li>• Dificuldade em encontrar modelo que estime com precisão contas alteradas</li> <li>• Grande base de dados requerida, problemas econométricos e complexidade</li> </ul> |

**Quadro2: Comparativo dos métodos de análise de GR**

Fonte: Adaptado de Martinez (2001, p. 50).

## 2.2 FATORES MOTIVACIONAIS PARA GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

### 2.2.1 PESQUISAS RELACIONANDO FATORES MOTIVACIONAIS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O que se chama de fatores motivacionais<sup>32</sup> neste trabalho é o que a literatura chama de GC e fatores institucionais. Nesta Seção, serão abordados os conceitos dos fatores motivacionais e as relações destes com o GR.

Estes fatores existem com a finalidade de proteção do investidor (e, estendendo-se o conceito, dos usuários externos da informação contábil). La Porta et al. (2000) entendem que a melhor forma de proteção ao investidor viria da proteção legal (fatores institucionais), de forma a minimizar a expropriação causada pela administração da empresa, combinada com

<sup>32</sup> Silveira (2004) entende que os fatores motivacionais (tanto internos quanto externos à empresa) apresentados nesta pesquisa fazem parte da Governança Corporativa.

uma GC fortalecida. A GC pode ser caracterizada por mecanismos que os próprios acionistas podem criar para reduzir (ou eliminar, num ambiente ideal) os diversos tipos de manipulação da informação contábil (e, conseqüentemente, as expropriações) feitas pela administração da empresa. Os fatores institucionais – conforme La Porta et al. (2000) – envolvem tribunais, agências governamentais e outros participantes dos mercados de capitais. No caso do Brasil, um importante órgão seria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, equivalente brasileira da *Securities and Exchange Commission* norte-americana.

Para os fins deste trabalho, o conceito de fatores motivacionais será: ‘Os fatores motivacionais de GC são mecanismos da própria empresa e mecanismos legais e/ou regulatórios à disposição dos acionistas. Tais fatores visam minimizar (ou eliminar) as expropriações causadas pelos administradores a estes acionistas, tornando-se desta forma um sistema de proteção a estes últimos<sup>33</sup>’.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) estudaram diferenças sistemáticas na prática de GR de 31 países. Seu estudo se baseia em dados de 8.000 empresas, durante o período de 1990 a 1999. Como forma de minimizar as deficiências na análise da prática de GR, foram utilizadas técnicas para se detectar *earnings smoothing* e manipulação de *accruals*: (1) *income smoothing* operacionais reportados usando *accruals*<sup>34</sup>; (2) *income smoothing* correlação entre mudanças nos *accruals* contábeis e fluxos de caixa operacionais; (3) discricão nos resultados reportados: a magnitude dos *accruals*; (4) discricão nos resultados reportados: impedimento de pequenas perdas; e (5) mensuração agregada de GR. Os autores separaram os países em 3 *clusters*, conforme Quadro 3.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) encontraram evidências de que quanto mais desenvolvido o mercado de capitais e quanto maiores os direitos dos investidores, maiores os inibidores da prática de GR (ou seja, o *Cluster* com maior inibição da prática de GR seria o *Cluster 1* e o com menor seria o *Cluster 3*).

---

<sup>33</sup> No caso do Brasil, pelo controle das empresas ser concentrado, a relação de agência se dá por meio do conflito acionistas controladores *versus* acionistas minoritários, uma vez que a administração das empresas está nas mãos dos controladores que, desta forma, passam a ter, também, o papel de administradores. Nos EUA, por sua vez, como o controle das empresas é pulverizado, a relação de agência se dá pelo tradicional conflito administradores *versus* acionistas (Conceito detalhado na Seção 2.2.4, a partir da p. 53).

<sup>34</sup> Leuz, Nanda e Wysocki (2003) utilizaram o modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), conforme segue:  $Accruals_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it}$ , onde:  $\Delta CA_{it}$  é a variação no Ativo Circulante;  $\Delta Cash_{it}$  é a variação no caixa e equivalentes;  $\Delta CL_{it}$  é a variação no Passivo Circulante;  $\Delta STD_{it}$  é a variação nos Financiamentos de Curto Prazo, incluídos no Passivo Circulante;  $\Delta TP_{it}$  é a variação nos Tributos a Pagar; e  $Dep_{it}$  é a Depreciação e Amortização. Os autores fizeram dois ajustes ao modelo: (1) ignoraram a variável  $\Delta STD_{it}$ , por estarem interessados apenas nos *accruals* operacionais; e (2), em relação à variável  $\Delta TP_{it}$ , quando ela não era informada nos demonstrativos financeiros, atribuiu-se valor 0 para ela.

|                          | Cluster 1         | Cluster 2          | Cluster 3          |
|--------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Mercado de capitais      | Mais desenvolvido | Menos desenvolvido | Menos desenvolvido |
| Concentração de controle | Disperso          | Concentrado        | Concentrado        |
| Direitos de investidores | Fortes            | Fracos             | Fracos             |
| <i>Enforcement</i> legal | Forte             | Forte              | Fraco              |
| Exemplo de países        | EUA e Reino Unido | Alemanha e Suécia  | Itália e Índia     |

**Quadro3: Países classificados por fatores de proteção dos investidores.**

Fonte: Adaptado de Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Siregar e Utama (2008) analisaram se as empresas listadas na *Jakarta Stock Exchange*<sup>35</sup> – JSE – praticam GR eficientes ou oportunistas e examinaram os efeitos da estrutura de controle, tamanho da empresa e práticas de GC no GR. Os autores estudaram as seguintes hipóteses: (a) que existe uma relação entre os *accruals* discricionários e a rentabilidade futura; (b) que o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas com grande concentração de controle familiar; (c) que quanto maior a proporção da concentração de controle institucional, maior o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura; (d) que o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas com grande capitalização de mercado; (e) que o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas auditadas por *Big Four*; (f) que quanto maior a proporção de membros independentes do CA, maior o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura; e (g) que o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas que tenham comitê de auditoria. (SIREGAR; UTAMA, 2008).

As variáveis ligadas a fatores internos e externos utilizadas por Siregar e Utama (2008) são: *DFAM* (variável binária; 1 se a empresa tem participação familiar igual ou maior que 50% e não pertence a outros grupos empresariais e, em caso contrário, 0); *INST* (proporção de controle institucional); *DSIZE* (variável binária; 1 se a empresa tem capitalização de mercado acima da média e, em caso contrário, 0); *AUDIT* (variável binária; 1 se a empresa for auditada por *Big Four* e, em caso contrário, 0); *BOD* (proporção de membros independentes do CA); e *AUDCOM* (variável binária; 1 se a empresa tem comitê de auditoria de acordo com as regras da JSE e, em caso contrário, 0).

De acordo com os resultados, Siregar e Utama (2008) encontraram evidências às hipóteses de que: (a), que na Indonésia, o GR não é utilizado de forma oportunista; e (b) o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas com grande concentração de controle familiar. Os autores não encontraram evidências às hipóteses de

<sup>35</sup> Bolsa de Valores de Jacarta.

que:(a) quanto maior a proporção da concentração de controle institucional, maior o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura; (b) o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas com grande capitalização de mercado (achados sem significância estatística); (c) o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas auditadas por *Big Four*; (d)quanto maior a proporção de membros independentes do CA, maior o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura; e (e) o efeito dos *accruals* discricionários na rentabilidade futura é maior em empresas que tenham comitê de auditoria.

Charoenwong e Jiraporn (2009) investigaram os GR que eram praticados para se evitar prejuízos ou quedas na lucratividade em Singapura e Tailândia, verificando dois aspectos: (1) resultados positivos; e (2) crescimento dos resultados positivos em relação ao ano anterior. O período analisado foi de 1975 a 2003, para as empresas listadas na Bolsa de Valores de Singapura e 1975 a 2003, para as empresas listadas na Bolsa de Valores da Tailândia. A amostra final compreendeu 49 empresas do setor financeiro e 386 empresas de outros setores em Singapura; e 96 empresas do setor financeiro e 380 empresas de outros setores na Tailândia<sup>36</sup>. Os resultados indicaram que as empresas não financeiras dos 2 países praticaram GR, no que toca a deixarem os resultados com valor 0 ou positivos. No que tange a gerenciar resultados para manter resultados de anos anteriores, os achados da pesquisa revelam que em Singapura (empresas financeiras e não financeiras) não houve prática de GR com este intuito; porém, com o intuito de se manter resultados anteriores, na Tailândia (empresas financeiras e não financeiras) houve evidências desta prática de GR.

Em relação à GC, Singapura<sup>37</sup> tem os melhores padrões destas práticas na Ásia. Um dos melhores atributos encontrados é que a maioria das empresas é ligada ao governo. Nestas empresas não foi encontrada a prática de GR, com o intuito de deixar os resultados com valor 0 ou positivos. Nas outras empresas de Singapura se encontrou indícios desta prática. Em relação à Tailândia, o estudo não apresentou nenhum resultado. (CHAROENWONG; JIRAPORN, 2009).

---

<sup>36</sup> De acordo com Charoenwong e Jiraporn (2009), houve a divisão entre os setores financeiro e não-financeiro, pois o setor financeiro tem motivações em praticar o GR, em ordem a driblar regulações de seus Bancos Centrais.

<sup>37</sup> Isto é corroborado pelo Relatório do Banco Mundial “*Doing Business 2013*” (WB, 2012), onde Singapura é considerada como o melhor país (1ª colocação) em relação à facilidade de se fazer negócios; em relação à percepção de corrupção, em 2012, foi considerado o 5º país com menor corrupção percebida (com nota 87); para efeitos de comparação, a Alemanha e Hong Kong foram considerados o 13º (com nota 79) e 14º (com nota 77) países com menor corrupção percebida, respectivamente.

Torres et al. (2009) estudaram a associação entre *income smoothing* e alguns fatores internos, tais como: a estrutura de propriedade e controle; o nível de GC; e a origem do capital. Foi utilizada uma amostra de 254 empresas não financeiras que tinham seus papéis negociados na BM&F Bovespa em 2007. Os autores alegaram que a amostra foi pequena pela dificuldade de encontrar empresas com os dados necessários para se calcular o modelo<sup>38</sup>. Em linhas gerais, a pesquisa demonstrou que: (1) *income smoothing* ocorre em empresas com maior concentração de controle; (2) empresas com maior GC tendem a ter uma menor prática de GR; e (3) empresas com controlador privado nacional tem maior motivação para praticar o GR. Para verificar o grau de concentração de capital, utilizou-se: (1) a quantidade de ações totais do controlador em relação ao total de ações da empresa (participação no capital social); e (2) a quantidade de ações ON do controlador em relação ao total de ações ON da empresa (participação no direito a voto). As estimativas evidenciaram que a relação entre as variáveis é negativa, ou seja, quando o índice de estrutura e controle se eleva, o índice de *income smoothing* se reduz. Pelo índice de Eckel (1981), quanto mais próximo de 0, maior o *income smoothing*. Então, decorre-se que desta correlação, quanto maior a concentração de controle, mais acentuado é o *income smoothing*.

Carlin e Victor (2010) desejaram analisar os fatores motivadores e limitadores do *income smoothing* em companhias abertas listadas na BM&F Bovespa, utilizando a metodologia de Eckel (1981) para a identificação das empresas alisadoras. Os autores desejaram testar 11 hipóteses, conforme Carlin e Victor (2010), em relação a que tipo de empresas que poderiam motivar o *income smoothing*: (1) com menor lucro por ação – *Earnings per Share* (EPS); (2) com menor rentabilidade do ativo – *Return on Assets* (ROA); (3) com menor *pay-out* de dividendos; (4) nas quais há participação dos administradores nos resultados; (5) em que não há *turnover* do *Chief Executive Officer* – CEO<sup>39</sup>; (6) grandes; (7) pertencentes a setores regulados; (8) com menor concentração de propriedade; (9) com estrutura de propriedade não familiar; e (10) não auditadas pelas *Big Four*. Os autores também desejaram descobrir (11) se não havia relação entre o endividamento e o *income smoothing*. Foram utilizadas empresas listadas na BM&F Bovespa excluídas as financeiras, seguradoras, consórcios e *holdings*, pois não atendem as necessidades do Modelo de Eckel

---

<sup>38</sup> Foi adaptado o modelo dos coeficientes de variação de Eckel (1981), onde é dividida a variação anual do lucro pela variação anual das vendas. De acordo com a adaptação de Torres et al. (2009), se o coeficiente deu menor ou igual a 0,9, houve *income smoothing*; entre 0,9 e 1,1, está numa área cinzenta; e igual ou maior que 1,1, não ocorreu o *income smoothing*.

<sup>39</sup> Equivalente ao diretor presidente no Brasil.

(1981), ficando com uma amostra de 141 empresas. O período utilizado foi de 8 anos – 2000 a 2007.

Carlin e Victor (2010) descobriram que as empresas que têm maior motivação para alisar os resultados são empresas: em que há *turnover* do CEO; com estrutura de propriedade familiar; e empresas não auditadas pelas *Big Four*.

Chen e Liu (2010) verificaram o impacto das mudanças regulatórias nos *Corporate Governance Best-Practice Principles*<sup>40</sup> (CGBPP) nas empresas listadas de Taiwan em relação às práticas de GR. As hipóteses testadas foram: (1) empresas que adotam o CGBPP têm maior inibição em praticar o GR do que as empresas que não adotam; (2) empresas com CA independente têm maior inibição em praticar o GR do que as empresas que não têm; e (3) empresas que têm grandes oportunidades de crescimento e que tenham CA independente têm maior inibição em praticar o GR do que as empresas que não têm. Para se verificar a prática de GR foi utilizado o Modelo de Jones modificado conforme Dechow, Sloan e Sweeney (1995), com a inclusão do ROA, conforme o trabalho de Kothari, Leone e Wasley (2005). A amostra das empresas utilizadas por Chen e Liu (2010) em seu estudo compreendem empresas não financeiras listadas na *Taiwan Stock Exchange Corporation* e no *GreTai Securities Market*, compreendendo um total de 1.743 empresas-ano. O período analisado situou-se entre 2000 e 2003.

Entre as variáveis utilizadas no modelo de Chen e Liu (2010), podem-se destacar as seguintes: tamanho – *SIZE* – variável representada pelo logaritmo neperiano das vendas; endividamento – *LEV* – variável representada pelo quociente das dívidas totais pelos ativos totais; auditoria externa – *BIG FIVE*<sup>41</sup> – variável *dummy* onde, caso a empresa seja auditada por uma *Big Five*, o valor atribuído é 1; caso contrário, 0; controlador institucional – *F\_INSTI* – percentual de ações ON detidas por acionista institucional; IPO – variável *dummy* onde caso a empresa tenha aberto o capital no ano em referência, é atribuído o valor 1; caso contrário, o valor 0. Também, como a independência do CA é importante para a pesquisa de Chen e Liu (2010), outra variável *dummy* que os autores utilizaram foi a da dualidade do CEO – *CEO* – variável *dummy* onde é atribuído valor 1 para os casos onde o CEO e o presidente do CA (em inglês, *chairman*) são pessoas diferentes e 0, quando se trata da mesma pessoa.

---

<sup>40</sup> Princípios das Melhores Práticas de GC. (Tradução livre nossa).

<sup>41</sup> À época da pesquisa de Chen e Liu (2010), foi utilizada, também, a Arthur Andersen (desta forma, se fala na referida pesquisa em *Big Five*).

Chen e Liu (2010) chegaram à conclusão que tanto as empresas que adotaram os CGBPP quanto as que têm o CA independente do CEO tiveram menores indícios das práticas de GR.

Correia e Louvet (2010) investigaram características específicas de empresas e seus mecanismos de GC que possam ser determinantes tanto da qualidade das informações publicadas quanto da comunicação espontânea ao mercado. Na pesquisa deles, a qualidade foi medida pela transparência – para chegarem às *proxies* utilizadas na mensuração da transparência são baseadas em medidas de GR. Correia e Louvet (2010) analisaram empresas não financeiras listadas na BM&F Bovespa entre 1997 e 2006. Em relação ao GR, foram utilizadas as variáveis *TRANSP1*, *TRANSP2* e *TRANSP3*, que de acordo com os autores são medidas sintéticas de GR. O Quadro 4 apresenta uma descrição de algumas variáveis independentes utilizadas por Correia e Louvet (2010).

As medidas de transparência no estudo de Correia e Louvet (2010) foram baseadas em variáveis ligadas ao GR. Desta forma, pode-se inferir pela conclusão apresentada, que empresas maiores e com menor concentração de capital<sup>42</sup> têm uma maior inibição para praticar o GR. Outros fatores que podem inibir a prática de GR são empresas com maior mecanismo de proteção ao investidor.

| Variável | Descrição da Variável  | Função   | Objetivo da Função   |
|----------|--|--|--|
| TRANSP1  | Suavização dos lucros operacionais publicados mediante a alteração dos <i>accruals</i> . | $\sigma(LDIR_{it})/\sigma(CFO_{it})$ <sup>43</sup> | Indicar se a administração reduz a variabilidade dos lucros publicados mediante a alteração dos <i>accruals</i> (baixos valores desta variável sugere a prática de GR).                                |
| TRANSP2  | Suavização e correlação entre mudança <i>accruals</i> e fluxos de caixa operacionais.    | $\rho(\Delta ACC; \Delta CFO)$                     | Indicar se a administração usa os <i>accruals</i> para conciliar os choques econômicos aos fluxos de caixa operacionais da firma. Grandes magnitudes de correlações negativas sugerem a prática de GR. |
| TRANSP3  | Magnitude dos <i>accruals</i> .  | $ ACC / CFO $                                      | A magnitude dos <i>accruals</i> é uma <i>proxy</i> para a extensão pela qual a administração pode praticar GR.   |

**Quadro 4: Variáveis independentes da pesquisa de Correia e Louvet (2010).**

Fonte: Adaptado de Correia e Louvet (2010).

Martinez e Reis (2010) investigaram se o rodízio de auditores independentes é eficaz, quanto à preservação da independência do auditor externo. A ligação de seu trabalho com o GR se dá por meio da sua questão de pesquisa: “O rodízio de auditores independentes

<sup>42</sup> No caso da concentração de capital, a magnitude do efeito foi revelada como pequena.

<sup>43</sup> De acordo com Correia e Louvet (2010), o CFO é dado pela seguinte função:  $CFO_{it} = LDIR_{it} - ACC_{it}$ , onde  $ACC_{it}$ , representam os *accruals*. Os foram calculados de acordo com o modelo de Leuz, Nanda e Wysocki, (2003).

apresenta impacto ou não no GR das empresas?” (MARTINEZ; REIS, 2010, p. 2). Foram analisadas 88 empresas não financeiras listadas na BM&F Bovespa, no período compreendido entre 1997 e 2007, representando 968 empresas-ano. As variáveis utilizadas foram *Big Four* (variável binária); motivo da troca da auditoria (se o rodízio foi obrigatório ou espontâneo); tempo de relacionamento com a auditoria (considerando-se o ano de 1997, como ano 0); e tipo de parecer (variável binária – sem ou com ressalva)<sup>44</sup>. Os autores utilizaram um modelo que verifica os *accruals* do capital de giro chamado *Abnormal Working Capital Accruals*, conforme DeFond e Park (2001). Os autores só conseguiram achar evidências significativas no que tange à empresa ser auditada por *Big Four* ou não. Empresas auditadas por *Big Four* têm um inibidor maior para a prática de GR do que as que não são.

Bertin e Iturriaga (2011) analisaram a influência de grandes acionistas sobre a prática de GR em empresas abertas de controle familiar em 11 países europeus. Os autores estudaram duas hipóteses: (1) a distribuição da propriedade entre vários acionistas com participação relevante tem um efeito redutor na prática de GR em empresas de propriedade familiar do que em empresas de propriedade não familiar, devido aos maiores incentivos para o comportamento oportunista; e (2) uma família ou indivíduo como 2º ou 3º acionista tem uma maior influência sobre GR nas empresas em que o maior acionista é também uma família ou um indivíduo.

Bertin e Iturriaga (2011) utilizaram como variáveis, a comparação de concentração de poder do maior acionista em relação ao 2º e 3º maiores acionistas, por meio de uma variável chamada *CONTEST*. Também verificaram a concentração da distribuição de dividendos, por meio de 2 variáveis: *HERF1* e *HERF2*. Com o intuito de verificarem o grau de proteção dos acionistas, por meio de uma variável *dummy* chamada *LEGAL*, em países onde há o Direito Comum, foi atribuído o valor 1 e onde há o Direito Civil, foi atribuído o valor 0. Foram utilizadas como variáveis de controle o tamanho das empresas (representada pelo logaritmo dos Ativos Totais); pela taxa de endividamento, mensurada pelo índice *debt-to-equity*<sup>45</sup>; e taxa de distribuição de dividendos. As variáveis de controle categóricas do estudo de Bertin e Iturriaga (2011) foram: *Setor* e *Ano*.

Para se verificar a ocorrência de GR, Bertin e Iturriaga (2011) utilizaram o modelo de Jones (1991), relacionando os *accruals* discricionários com as variáveis em estudo, chegando

---

<sup>44</sup> No componente da variável “Com Ressalva”, foram considerados pelo autor: o referido parecer com ressalva; parecer adverso; e parecer com abstenção de opinião.

<sup>45</sup> Relação entre as dívidas e o capital próprio da empresa.

à conclusão que há indícios de prática de GR nestes casos, especialmente, quando há um 2º ou 3º acionista familiar relevante que, via acordos, expropriariam os acionistas minoritários.

Choi, Kim e Lee (2011) investigaram se e como as informações dos resultados divulgados e seus componentes se alteraram durante a crise Asiática de 1997-1998 e, em caso positivo, de que forma ocorreu tal alteração. Os autores testaram as seguintes hipóteses: (1) o valor informativo dos *accruals* discricionários é menor durante o período das crises do que no período não-crise, mas o valor informativo dos *accruals* não-discricionários que são componentes dos resultados reportados não é diferente nos períodos crise e não-crise; (2) a diminuição do valor informativo dos *accruals* discricionários durante a crise financeira asiática foi mais severa em países com instituições mais fracas do que em países com instituições mais fortes; e (3) a diminuição do valor informativo dos *accruals* discricionários durante a crise financeira asiática é mais severa em países maior assimetria da informação do que em países com menor assimetria da informação.

Choi, Kim e Lee (2011) chegaram às seguintes conclusões: (1) a crise levou a um declínio significativo na relevância de *accruals* discricionários, mas não teve impacto significativo sobre componentes não discricionários dos resultados, como o fluxo de caixa e *accruals* não discricionários; (2) os declínios mais relevantes nos *accruals* discricionários foram mais severos para países em países com instituições fracas do que nos países com instituições fortes; e (3) os declínios mais relevantes nos *accruals* discricionários foram mais severos para empresas com maior assimetria de informações do que nos países com menor assimetria de informações.

Murcia e Wuerges (2011) testaram a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o nível de GR em empresas listadas na BM&F Bovespa, esperando encontrar uma relação negativa entre as referidas práticas (ou seja, empresas com um maior nível de *disclosure* seriam menos motivadas a praticar o GR). Os autores fizeram um sistema de equações simultâneas, onde a variável independente na equação (1) são os *accruals* discricionários ( $ACD_{it}$ ) e a variável independente na equação (2) é o *disclosure* ( $DISC_{it}$ )<sup>46</sup>. A variável independente na equação (1) é explicada por: *disclosure* ( $DISC_{it}$ ); tamanho da empresa ( $\ln(AT_{it})$ )<sup>47</sup>; e governança corporativa( $GOV_{it}$ )<sup>48</sup>. A variável independente na equação (2) é

---

<sup>46</sup> Variável representada por um construto de Índice de Divulgação de informações, com 94 itens binários, onde cada informação divulgada recebe valor 1 e não divulgada, 0.

<sup>47</sup> Logaritmo neperiano do Ativo Total.

<sup>48</sup> Variável binária: se a empresa participar de algum nível diferenciado de GC da BM&F Bovespa, o valor é 1, caso contrário, é 0.

explicada pela variável por: *accruals* discricionários ( $ACD_{it}$ );setor( $SETOR_{it}$ )<sup>49</sup>;nível de endividamento ( $\ln(END_{it})$ )<sup>50</sup>; e rentabilidade ( $\ln(RENT_{it})$ )<sup>51</sup>.

Murcia e Wuerges (2011) chegaram à conclusão que há evidências que empresas com maior transparência na divulgação de informações econômicas e empresas maiores teriam uma menor motivação para a prática de GR.

Guimarães e Sheng (2011) estudaram se os fatores institucionais ligados à proteção do investidor de países da América Latina reduziriam a prática de GR. Os autores utilizaram uma amostra composta por 313 empresas da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. O período analisado compreendeu os anos de 2006 a 2009 e houve 9.986 observações (empresas-trimestre). Os autores realizaram o teste com um modelo em 2 estágios, sendo o primeiro para descobrir o GR (dado pelos *accruals* discricionários), e o segundo modelando o resíduo contra um indicador dado pela pesquisa da *Latin America Venture Capital Association*. Esta pesquisa tem notas que vão de 0 (pior nível de proteção ao investidor) a 10 (melhor nível de proteção ao investidor).

De acordo com os achados de Guimarães e Sheng (2011), um melhor ambiente institucional reduz tanto a prática de GR quanto a variabilidade deste, se houver a ocorrência de GR. Os países que apresentaram melhores tratamentos tributários, proteção aos credores, GC e padronização do sistema contábil, têm uma motivação menor para se praticar o GR.

Martinez (2011) pesquisou a relação do GR com auditoria. Ele buscou identificar evidências de que: empresas listadas em segmentos especiais de GC da BM&F Bovespa (supostamente com melhores práticas de GC), empresas cuja auditoria externa foi realizada por *Big Four* e empresas cujos pareceres de seus auditores independentes foram sem ressalva, tivessem uma menor propensão à prática do GR por escolhas contábeis. O autor chegou à conclusão que as empresas que estão listadas em segmentos especiais de GC da BM&F Bovespa têm uma menor motivação para a prática de GR; o mesmo ocorre com as empresas auditadas por *Big Four*, o que corrobora os resultados encontrados em Martinez e Reis (2010). Conforme esperado, empresas com pareceres “Sem Ressalva”, têm uma motivação menor para a prática de GR.

Erfurth e Bezerra (2013) investigaram a correlação entre empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança da BM&F Bovespa e práticas de GR, tendo como hipótese que empresas com melhor GC teriam menor motivação para praticar o GR.

---

<sup>49</sup> Variável binária: se a empresa for do setor elétrico, o valor é 1; caso não contrário, é 0

<sup>50</sup> Logaritmo neperiano do quociente de Ativo Total / Passivo Total.

<sup>51</sup> Logaritmo neperiano do quociente de Lucro Líquido do Período / Patrimônio Líquido Médio do Período.

Utilizaram-se do modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995), visando identificar *accruals* discricionários nos diferentes níveis de GC. Analisaram-se 46 empresas dos segmentos diferenciados (segmentos detalhados no Quadro 6, p. 56) no período de 2000 a 2007. A pesquisa chegou às conclusões que: (a) não há evidências de que um maior nível de governança significa necessariamente um menor grau de GR; e (b) comportamento das empresas no GR é semelhante entre os diferentes níveis de governança da BM&F Bovespa, sugerindo que o nível de GC não interferiria no comportamento dos gestores.

Gomes et al. (2013) buscaram identificar os fatores determinantes do reconhecimento de Ativos Fiscais Diferidos (AFD) para buscar discutir a possibilidade de existência de GR, com base no reconhecimento dos AFD. Os autores utilizaram 2 modelos econométricos com amostras de 262 e 284 observações de empresas listadas na BM&F Bovespa, nos anos de 2010 e 2011. A pesquisa chegou às conclusões que: (a) empresas com maior endividamento tem maior tendência a gerenciar resultados; (b) as variáveis de rentabilidade e liquidez não apresentaram significância em relação à possibilidade de GR; e (c) empresas menores têm mais tendência a gerenciar. Os autores entendem que as empresas maiores gerenciam menos porque têm melhores estruturas de GC, são auditadas por empresas maiores e melhores e possuem um maior monitoramento do mercado. Concordamos com Gomes et al. (2013) que empresas: (a) maiores; (b) com melhores estruturas de GC; (c) auditadas por *Big Four*; e (d) com maior controle regulatório possuem menor motivação para a prática de GR.

Paiva e Lourenço (2013b) estudaram empresas listadas na *London SE*, visando associar os níveis de GR em diferentes tamanhos de empresas familiares e depois comparar os resultados com empresas não familiares. A amostra teve 1.044 empresas-ano (sendo 113 para empresas familiares e 931 para empresas não-familiares), compreendendo o período entre 2006 e 2010. A pesquisa chegou à conclusão que empresas familiares menores gerenciam mais que as empresas familiares maiores. Isto corrobora o nosso entendimento e o de Gomes et al. (2013) que empresas menores têm maior motivação para gerenciar resultados.

Sousa e Galdi (2013) investigaram a influência da concentração acionária das empresas abertas brasileiras na qualidade do lucro divulgado nas demonstrações financeiras (DF). A hipótese central desta pesquisa é de que empresas com controle disperso apresentam lucro de maior qualidade. Os autores encontraram evidências que à medida que a estrutura de propriedade se torna mais dispersa, o lucro contábil se apresenta mais consistente como indicador de desempenho futuro, ou seja, a administração teria menor motivação para a prática de GR.

O Quadro 5 apresenta as pesquisas em GR no Brasil entre 2009 e 2013:

| <b>Autores</b>                        | <b>Título</b>   |
|---------------------------------------|---|
| Baptista (2009)                       | Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados — Uma abordagem multivariada                                      |
| Coelho; Lima (2009)                   | Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto   |
| Silva; Lopes (2009)                   | Escolha de práticas contábeis no Brasil: Uma análise sob a ótica da hipótese dos <i>covenants</i> contratuais   |
| Lustosa et al. (2009)                 | Estimativas contábeis e qualidade do lucro: Análise setorial no Brasil  |
| Malacrida; Yamamoto; Lima (2009)      | A influência dos <i>accruals</i> na relevância do fluxo de caixa e do lucro líquido   |
| Martinez (2009a)                      | Cobertura de analistas, erros de previsão e <i>earnings management</i> no Brasil  |
| Martinez (2009b)                      | Novo mercado, auditoria e o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais no Brasil  |
| Martinez; Castro (2009)               | <i>Capital market effects of income smoothing in Brazil</i>   |
| Paulo; Leme (2009)                    | Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras   |
| Silva, A. C. et al. (2009)            | Qualidade informacional dos lucros das firmas monitoradas por agências reguladoras no Brasil  |
| Carlin; Victor (2010)                 | Fatores motivadores e limitadores do alisamento de resultados ( <i>income smoothing</i> ) pelas empresas listadas na Bovespa                                |
| Martinez; Castro (2010)               | <i>Risk agencies, bond ratings and income smoothing in public bond offering in Brazil</i>   |
| Martinez; Reis (2010)                 | Rodízio de auditores e o gerenciamento de resultados  |
| Sarlo Neto; Rodrigues; Almeida (2010) | Concentração de votos e acordo de acionistas: Influências sobre o conservadorismo   |
| Almeida et al. (2011)                 | Conservadorismo e suavização de resultados no Brasil  |
| Almeida-da-Silva; Famá (2011)         | Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: Um estudo de evento  |
| Biaguê; Costa (2011)                  | Mudanças na distribuição de resultados intra-anos: estudo de gerenciamento de resultados de pequenos prejuízos e pequenos lucros                            |
| Bispo; Lamounier (2011)               | Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras                                     |
| Ferreira; Costa (2011)                | Gerenciamento de resultados e “nova gestão pública”: evidências nos departamentos governamentais australianos   |
| Ferreira et al. (2011)                | <i>Book-tax differences e earnings management: Evidências empíricas no mercado de capitais brasileiro</i>   |
| Guimarães; Sheng (2011)               | Gerenciamento de resultados e ambiente institucional: Um estudo da América Latina   |
| Machado; Martins (2011)               | Acumulações discricionárias extremas em ambientes de recessão econômica: Uma análise comparativa entre Brasil, Estados Unidos e México                      |
| Martinez (2011)                       | <i>Do corporate governance special listing segments and auditing curb real and accrual-based earnings management? Evidence from Brazil</i>                  |
| Murcia; Wuerges (2011)                | Escolhas contábeis no mercado brasileiro: Divulgação voluntária de informações <i>versus</i> gerenciamento de resultados                                    |
| Verhagem; Santos; Bezerra (2011)      | Gerenciamento de resultados contábeis por meio de decisões operacionais e a governança corporativa: Uma análise nas indústrias siderúrgicas e metalúrgicas  |
| Almeida et al. (2012)                 | Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&F Bovespa                                 |
| Formigoni et al. (2012)               | Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras                                      |
| Lorencini; Costa (2012)               | <i>Accounting choices in Brazil: identifying the characteristics of publicly traded companies that opted to maintain versus derecognise deferred assets</i> |
| Rezende; Nakao (2012)                 | Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto   |

Continua

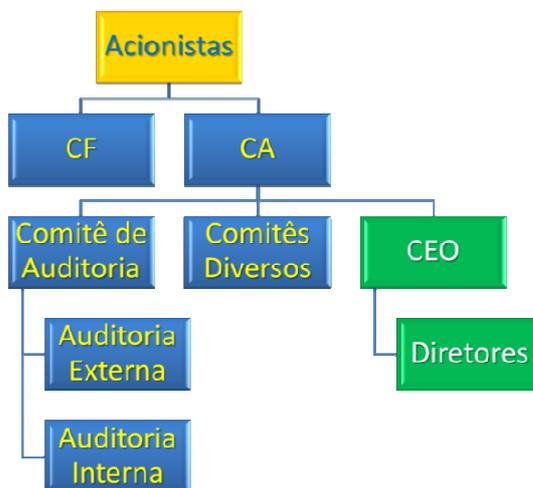
| <b>Autores</b>              | <b>Título</b>  |
|-----------------------------|--|
| Erfurth; Bezerra (2013)     | Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa                                      |
| Gomes et al. (2013)         | Ativos Fiscais Diferidos e o Gerenciamento de Resultados Contábeis   |
| Holtz; Sarlo Neto (2013)    | Características da composição do conselho de administração e a informatividade: Evidências do mercado brasileiro |
| Paiva; Lourenço (2013a)     | <i>Earnings management across European Union countries after IFRS adoption</i>                                   |
| Paiva; Lourenço (2013b)     | <i>Earnings management in family firms</i>   |
| Silva Filho; Machado (2013) | Persistência e relevância dos <i>accruals</i> : Evidências do mercado de capitais brasileiro                     |
| Sousa; Galdi (2013)         | Análise da qualidade do lucro e sua relação com a estrutura acionária das empresas brasileiras                   |

**Quadro 5: Pesquisas realizadas no Brasil relacionadas a gerenciamento de resultados**

Fonte: Do autor

## 2.2.2 ESTRUTURA INTERNA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC (2010) apresenta uma estrutura de GC que pode levar a melhores práticas da empresa, melhor controle da administração da empresa, enfim, reduzindo os possíveis conflitos de agência entre os administradores e proprietários (conforme pode ser observado na Figura 5).



**Figura 5: Estrutura interna de governança corporativa**

Fonte: Adaptado de IBGC (2010, p. 16).

O item laranja é referente aos proprietários; os itens verdes são referentes aos administradores; e itens azuis são referentes aos mecanismos de GC. O CEO e os administradores são responsáveis pela administração da empresa e pelos aspectos operacionais, detendo desta forma o controle das informações disponíveis. Por outro lado, os

acionistas não têm acesso à informação de uma forma mais completa (exceto no caso do acionista controlador, o qual acaba por interferir na administração da empresa); os proprietários são os primeiros financiadores do negócio, disponibilizando os recursos para o início e manutenção das operações. Os mecanismos internos de GC – CA; CF; comitê de remuneração; comitê de auditoria; e auditoria interna – sendo utilizados da forma correta podem minimizar os conflitos de agência, monitorando melhor o trabalho dos administradores e trazendo uma remuneração mais justa aos acionistas. Para os efeitos desta pesquisa, quanto melhores os mecanismos internos de GC, menores os incentivos à prática de GR.

#### *2.2.2.1 Conselho de Administração – Independência e Competência*

A importância do CA é que ele serve como a ponte entre os acionistas e a administração da empresa, “ditando as regras do jogo” ao CEO. Ele contrata, demite e paga o CEO. (JENSEN, 1993). Para a COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM (2002, p. 4), o CA deve “deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia... e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento.” Em concordância, Chen e Liu (2010) dizem que o CA serve como instrumento de monitoramento das ações do CEO, para alinhar os interesses deste último com os acionistas, servindo, desta forma, como um minimizador dos conflitos de agência. Então, como inibidor das práticas de GR, o CA tem 2 esferas a serem consideradas: a independência e a competência. Em relação à independência, devem ser observados os seguintes componentes:

- a. tamanho do CA;
- b. percentual de diretores internos (nível de independência do CA);
- c. separação do CEO e do ou, caso haja a separação do CEO e do *chairman*, se o *chairman* é independente (se não é diretor da empresa em questão) ou não;
- d. não-participação de ex-CEO's no CA;
- e. percentual de ações detidas pelos diretores da empresa;
- f. membros do CA com mandato unificado de 1 ano, com possibilidade de uma única reeleição.

Em Taiwan, desde 2002, as empresas que fazem IPO têm de ter as seguintes características de CA: aumentar a independência do CA; separação do CEO e do *chairman*;

estabelecimento de comitês no CA– tais como auditoria, contratação e remuneração; e divulgação de práticas de GC. (CHEN; LIU, 2010).

A CVM (2002) recomenda que o CA tenha entre 5 e 9 membros<sup>52</sup>; o IBGC (2010), que o CA tenha entre 5 e 11 membros, dependendo da complexidade da empresa; Bekiris e Doukakis (2011) entendem que o CA deve ser entre 6 e 15 membros. Para Jensen (1993), o CA deve ser pequeno como forma de melhorar seu desempenho. Ele argumenta que CA com mais de 8 membros não executa suas funções da forma apropriada, deixando a desejar quanto ao monitoramento das ações do CEO. Um dos motivos que Jensen (1993) levanta, citado em outros textos, como os de Hermalin e Weisbach (2003) e de Ahmed e Duellman (2007), é que poderia haver o problema chamado *free-raider*<sup>53</sup>. Por outro lado, Hermalin e Weisbach (2003) entendem que caso um grande CA fosse ineficiente, uma seleção natural ou “Darwismo” econômico acabaria por eliminar este tipo de forma organizacional. Ahmed e Duellman (2007) entendem que com um CA maior, os membros podem se especializar mais e, desta forma, monitorar melhor as atividades do CEO e administradores. Em pesquisas brasileiras recentes a respeito de GC, Cunha e Politelo (2013) entendem que quanto maior o CA, melhor é a GC da empresa; por outro lado, Holtz e Sarlo Neto (2013) não encontraram evidências suficientes que o tamanho do CA possa influenciar na informatividade dos lucros contábeis. Neste trabalho, concorda-se com os posicionamentos de Hermalin e Weisbach (2003), Ahmed e Duellman (2007) e Cunha e Politelo (2013), que com um CA maior há maior possibilidade de controle das ações da administração da empresa, criando-se, desta forma, um inibidor às práticas de GR.

A CVM (2002) recomenda que o CA seja composto por conselheiros independentes; o IBGC (2010) recomenda que ele seja composto por conselheiros externos e independentes, sendo preferencialmente, a maioria destes, independentes e não tendo conselheiros internos. De acordo com o IBGC (2010), conselheiros internos são os diretores e/ou funcionários da empresa; conselheiros externos são os que não têm vínculo atual com a empresa, porém não chegam a ser independentes, tais como ex-diretores e/ou ex-funcionários; e conselheiros independentes, são os que não têm vínculo com a empresa.

---

<sup>52</sup> Justificativa da CVM (2002, p. 4): “O conselho de administração deve ser grande o suficiente para assegurar ampla representatividade, e não tão grande que prejudique a eficiência”.

<sup>53</sup> O *free-raider* pode ser entendido como cada membro do CA (dada a grande quantidade de membros) deixar para outro o monitoramento das ações do CEO e da administração. Isto pode levar a um monitoramento ineficiente. (comentários nossos).

O IBGC (2010) aponta uma série de características referentes aos conselheiros independentes, estes não podendo:

- ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital (há que se observar que se conselheiro que tenha mais incentivos para agir como acionista do que como conselheiro pode ter sua independência comprometida);
- ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante;
- ter sido empregado ou diretor da empresa (ou de suas subsidiárias) há, pelo menos, 3 anos;
- ser ou ter sido, há menos de 3 anos, conselheiro de controlada;
- estar vinculado por acordo de acionistas;
- ser fornecedor ou cliente relevante da empresa;
- ser cônjuge ou parente de até 2º grau de membro da administração da empresa;
- ser ou ter sido sócio de firma de auditoria que audite ou tenha auditado nos últimos 3 anos a empresa;
- ser membro de Organização Não Governamental que receba recursos significativos da empresa;
- receber outra remuneração da administração, além dos honorários de conselheiro<sup>54</sup>;
- depender de remuneração da empresa; e
- ser dependente do CEO<sup>55</sup>.

Para Silveira (2004, p. 100), “o CA é um importante mecanismo interno de GC e quanto mais ativo e independente for o órgão melhor será o nível de GC”. Siregar e Utama (2008) entendem que o CA tem como função supervisionar o trabalho dos administradores (CEO e diretores) e que de acordo com o *Badan Pengawas Pasar Modal*<sup>56</sup>, pelo menos 30% dos membros do CA devem ser independentes tanto da empresa quanto do acionista controlador. Siregar e Utama (2008) não encontraram evidências significantes de que a independência do CA pudesse inibir a prática de GR. Uma das razões para isto pode ser o

---

<sup>54</sup> Dividendos de participação irrelevante não são considerados como remuneração adicional.

<sup>55</sup> O IBGC (2010) coloca um caso de perda de independência dos conselheiros quando um conselheiro da empresa A é CEO da empresa B e o CEO da empresa A é conselheiro da empresa B.

<sup>56</sup> Equivalente indonésio à CVM.

conceito normativo da Indonésia (30% dos membros independentes). Eles sugerem que como forma a se melhorar isto, o número de membros independentes do CA deveria ser de 50%. Conforme Saleh, Iskandar e Rahmat (2005), CA que não sejam independentes (ou seja, que contêm com uma grande quantidade de diretores em sua composição) têm um aspecto positivo que seria o deles terem mais informações que os conselheiros externos; por outro lado, havendo dominação de diretores no CA pode gerar incentivos para enriquecimento destes diretores à custa do patrimônio dos acionistas. Concordando com o entendimento que os administradores podem expropriar os acionistas, caso não haja um controle independente sobre eles (no caso, via o CA), há maior motivação da administração para praticar o GR. Matoussi e Chackroun (2009) estudaram as interações entre a composição do CA, concentração de controle e transparência (*disclosure*) voluntária das empresas, descobrindo que a independência do CA não levava a um nível maior de transparência voluntária. Bekiris e Doukakis (2011) entendem que um CA, para ser considerado independente, tem de ter menos da metade de seus membros que façam parte da diretoria da empresa. Conforme mencionado anteriormente, na Indonésia, o CA deve ter pelo menos 30% de seus membros externos para ser independente e que seus membros: (a) não tenham relações com o controlador; (b) não sejam membros do CA, administradores ou funcionários de Partes Relacionadas; e (c) entendam as regras dos Mercados de Capitais. (SIREGAR; UTAMA, 2008). Para Chen e Liu (2010), empresas que tenham CA com membros independentes têm menos incentivos para praticar o GR, pois eles têm mecanismos mais efetivos de monitoramento e agem de acordo com as boas práticas de GC. Hermalin e Weisbach (2003) analisam a independência do CA sob o ponto de vista de um jogo de barganha. Como o CA tem o poder de contratar e demitir o CEO e a diretoria, se estes últimos apresentarem bons resultados, o CA provavelmente não ficaria inclinado a demitir o CEO, ficando dependente dele. Se o CEO e a diretoria apresentarem maus resultados, estariam mais propensos a serem demitidos. Caso seja adotado o entendimento de Hermalin e Weisbach (2003), pode-se dizer que com a presença de um CA “independente” com os critérios do IBGC (2010), a administração estaria incentivada a praticar GR com aumento nos resultados de forma a manterem seus empregos. Por outro lado, Cunha e Politelo (2013) entendem que um CA independente é mostra de boas práticas de GC; e Holtz e Sarlo Neto (2013) não encontraram evidências que a independência do CA possa afetar a informatividade dos lucros contábeis. Nesta pesquisa, concordando com Siregar e Utama (2008), Chen e Liu (2010) e Cunha e Politelo (2013), será adotado o entendimento que um CA mais independente pode ter maior controle sobre as ações da administração da empresa (e, portanto, pode ser um fator inibidor das práticas de GR).

A dualidade do CEO ocorre quando este ocupa tanto as posições de CEO como de *chairman*. (SALEH; ISKANDAR; RAHMAT, 2005). Neste caso, o CEO domina tanto a agenda quanto o conteúdo das reuniões, selecionando as informações apresentadas e podendo influenciar na nomeação de diretores e outros membros do CA, escolhendo pessoas fiéis a ele. (CHEN; LIU, 2010; JENSEN, 1993). Jensen (1993), Silveira (2004), Bekiris e Doukakis (2011), Cunha e Politelo (2013) e Holtz e Sarlo Neto (2013) concordam que a não-ocorrência da dualidade do CEO é um fator positivo para a gestão da empresa. Do ponto de vista normativo, a CVM (2002) e o IBGC (2010) vedam esta prática. Para os fins desta pesquisa, concorda-se com os autores que em havendo a dualidade do CEO, este seria um fator motivador à prática de GR.

Bekiris e Doukakis (2011) entendem que uma boa prática de GC seria que ex-CEO's não participassem do CA. Então, entende-se que caso haja ex-CEO's como membros do CA, isto seria um motivador das práticas de GR.

Não se achou nenhum estudo específico que mensurasse qual o percentual adequado para a quantidade de ações detidas pelos diretores. Conforme a hipótese 5 do trabalho de Saleh, Iskandar e Rahmat (2005), as empresas com controle detido pela administração teriam incentivo para se praticar o GR, o que foi comprovado com significância estatística de menos de 1%. Também, se for adotado o pressuposto dado pelo estudo de Healy (1985) e de Watts e Zimmerman (1986, 1990), em função de sua remuneração em ações ou opções de ações, entende-se que quanto maior a participação da administração no capital social da empresa, maior seria sua motivação para a prática de GR, uma vez que disto ocorreria um aumento no controle da empresa. No caso específico do Brasil, com sua alta concentração de controle, estando o acionista majoritário na administração da empresa, isto reforçaria esta percepção.

A Cartilha da CVM (2002, p. 4), com suas Recomendações sobre GC recomenda que o “mandato de todos os conselheiros deva ser unificado, com prazo de gestão de um ano, permitida a reeleição<sup>57</sup>”. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2010) recomenda mandatos máximos de 2 anos. Silveira (2004) concorda com tal prática, detalhando que o mandato deve ser de 1 ano e unificado a todo o CA, havendo uma única possibilidade de reeleição que seria baseada em avaliação de desempenho. Araújo, Mendes e Lustosa (2012) realizaram estudo comparando as práticas de GC entre empresas do setor financeiro e não-financeiro, chegando à conclusão que o prazo de mandato é diferente

---

<sup>57</sup> Justificativa da CVM (2002, p. 4): “Mandatos unificados facilitam a representação de acionistas minoritários no conselho”.

entre os 2 grupos. No caso das empresas do Nível 2 da BM&F Bovespa, nenhuma teve o mandato do CA com prazo maior que 2 anos, ao passo que no setor financeiro, houve casos de bancos com 3 anos de mandato. Acredita-se que quanto maior o prazo do mandato dos membros do CA menor a sua independência e, desta forma, maior a motivação à prática de GR.

Conforme Bekiris e Doukakis (2011), em relação à competência, deve ser observado:

- a. se a empresa possui um comitê de nomeação da diretoria;
- b. se este comitê é presidido pelo *chairman* ou por membro independente;
- c. se a empresa permite a existência de conselheiros externos à disposição do CA;
- d. se todos os membros do CA comparecem a pelo menos 75% das reuniões;
- e. se as políticas de GC são divulgadas publicamente;
- f. se o Código de Ética é divulgado publicamente; e
- g. o número de vezes que os membros externos do CA se reúnem sem a presença do CEO.

Entende-se que se o CA tiver competência para realizar suas funções, ou seja, especialização técnica para exercê-las, isto será um bom elemento de GC, o que contribuiria para exercer suas funções de forma mais eficiente e eficaz, o que serviria para inibir a prática de GR por parte da administração.

#### *2.2.2.2 Conselho Fiscal – Independência e Competência*

Do ponto de vista normativo, de acordo com o IBGC (2010, p. 62), a função do CF é ser “um controle independente para os sócios que visa agregar valor para a organização”.

Conforme o IBGC (2010), suas principais atribuições incluem:

- fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- opinar sobre o Relatório Anual da Administração (RA), fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia geral (AG);

- opinar sobre as propostas dos órgãos da Administração, a serem submetidas à AG, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;
- denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de Administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à AG, os erros, fraudes ou crimes que descobrir, além de sugerir providências úteis à companhia;
- analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais DF elaboradas periodicamente pela empresa;
- examinar as DF do exercício social e sobre elas opinar.

Não foram encontrados estudos específicos referentes ao CF. Devido à sua importância no âmbito da GC (por sua natureza fiscalizatória), é importante ressaltar que, a exemplo do CA, este seja independente (para não haver o cerceamento de suas atividades) e competente (para que a qualidade técnica de seu trabalho não seja prejudicada). Entende-se que fatores de independência sejam: a existência do CF, pois, tem-se que em uma empresa com CF o controle das ações dos administradores seja mais efetivo e, desta forma, haja menor motivação para a prática de GR; qual o tamanho do CF<sup>58</sup> (em concordância com o apresentado na página 43, onde se diz que quanto maior o CA, maior a inibição das práticas de GR; analogamente, para o CF, também espera-se que um CF com um maior número de membros seja um inibidor da prática de GR); e a forma de escolha dos membros do CF<sup>59</sup>, entendendo-se como forma mais imparcial de escolha destes seja: 1 dos membros ser eleito pelos minoritários proprietários de PN; 1 dos membros ser eleito pelos minoritários proprietários de ON; 1 dos membros ser eleito pelo acionista controlador; e os demais por meio de AG). Como fator de competência entende-se que a empresa deva ter o regimento do CF, pois, desta forma há diretrizes para o trabalho dos conselheiros fiscais, melhorando sua técnica e, desta forma inibindo a prática de GR.

---

<sup>58</sup> De acordo com CVM (2002, p. 9), o conselho fiscal “deve ser composto por, no mínimo, 3 e, no máximo, 5 membros”.

<sup>59</sup> A CVM (2002, p. 9), dispõe que na escolha do conselho fiscal “os detentores de PN e ON, excluído o controlador, terão direito de eleger igual número de membros eleitos pelo controlador”. Também, referente ao último membro (3º ou 5º), o controlador deve renunciar ao direito de elegê-lo sozinho, devendo este “ser eleito pela maioria do capital social, em AG na qual a cada ação corresponda um voto, independente de sua espécie ou classe, incluindo as ações do controlador.” (grifos nossos). La Porta et al. (1998) consideram a relação uma ação, um voto como um mecanismo de proteção ao investidor.

### 2.2.2.3 Comitês – Conceito

A CVM (2002, p. 4) dispôs que o CA deve “dispor sobre comitês especializados para analisar certas questões em profundidade, notadamente relacionamento com o auditor e operações entre partes relacionadas”. De acordo com o IBGC:

Comitês são órgãos acessórios ao conselho de administração. Sua existência não implica a delegação de responsabilidades que competem ao conselho de administração como um todo. Várias atividades do conselho de administração, que demandam muito tempo – nem sempre disponível nas reuniões, podem ser exercidas com mais profundidade por comitês específicos. (IBGC, 2010, p. 43)

Para os efeitos desta pesquisa, entende-se que a existência de comitês pode ser um inibidor da prática de GR por parte da administração, pelo fato deles permitirem que os membros do CA possam exercer suas funções com mais profundidade, conforme os conceitos da CVM (2002) e do IBGC (2010) acima.

### 2.2.2.4 Comitê de Remuneração – Independência e Competência

De acordo com o IBGC (2010, p. 46), o comitê de remuneração deve “avaliar as políticas existentes e os pacotes de remuneração” e “verificar se o modelo de remuneração prevê mecanismos para alinhar os interesses dos administradores com os da organização”. No quesito independência, a existência de um comitê de remuneração é uma boa prática de GC conforme IBGC (2010) e Bekiris e Doukakis (2011), o que está em concordância com o exposto no conceito dos Comitês. Como forma de manter sua independência, o comitê de remuneração deve ser presidido pelo *chairman* ou membro independente do CA e ser composto em sua maioria por membros independentes (BEKIRIS, DOUKAKIS, 2011); desta forma, para os propósitos desta pesquisa, considera-se que estes pontos levantados pelo IBGC (2010) e por Bekiris e Doukakis (2011) sejam inibidores das práticas de GR por parte dos administradores.

Quanto à competência, ou seja, os aspectos técnicos do Comitê de Remuneração, utilizaram-se os indicadores adotados por Bekiris e Doukakis (2011), quais sejam:

- a. o RA informar sobre a política de remuneração da diretoria;
- b. a forma de remuneração da diretoria ser divulgada;

- c. existir compensação baseada no desempenho;
- d. a empresa possuir planos de incentivo de longo prazo;
- e. a empresa possuir regimento interno do comitê de remuneração.

Dos quesitos relacionados à competência do comitê de remuneração, entende-se que estes sejam inibidores da prática de GR, por conta dos mecanismos de GC empregados, à exceção dos itens “c” e “d”, os quais concordam com os achados de Healy (1985), o qual diz que compensação baseada no desempenho pode levar a manipulação de resultados por parte da administração.

#### *2.2.2.5 Comitê de Auditoria – Independência e Competência*

Em relação ao Comitê de Auditoria, a CVM orienta que:

Um comitê de auditoria, composto por membros do conselho de administração com experiência em finanças e incluindo pelo menos um conselheiro que represente os minoritários, deve supervisionar o relacionamento com o auditor. Como parte da análise das demonstrações da companhia, o conselho fiscal e o comitê de auditoria devem se reunir regular e separadamente com os auditores sem a presença da diretoria. (CVM, 2002, p. 10)

De acordo com o IBGC:

Recomenda-se a instituição do comitê de auditoria para analisar as demonstrações financeiras, promover a supervisão e a responsabilização da área financeira, garantir que a diretoria desenvolva controles internos confiáveis (que o comitê deve entender e monitorar adequadamente), que a auditoria interna desempenhe a contento o seu papel e que os auditores independentes avaliem, por meio de sua própria revisão, as práticas da diretoria e da auditoria interna. (IBGC, 2010, p 45)

Em relação ao exposto no conceito do parágrafo acima, a respeito do comitê de auditoria e relacionando-se com a Figura 5 – Estrutura interna de governança corporativa – na página 41 desta pesquisa, o comitê de auditoria desempenha uma função relevante quanto à GC, sendo responsável, inclusive, pelos trabalhos da auditoria interna e auditoria externa. Em relação à independência, tem-se a existência de um comitê de auditoria é uma boa prática de GC conforme IBGC (2010) e Bekiris e Doukakis (2011), o que está em concordância com o exposto no conceito dos Comitês (p. 49 desta pesquisa). Cunha e Politelo (2013) entendem que empresas com comitê de auditoria têm melhores práticas de GC do que as que não têm. Como forma de manter sua independência, o comitê de auditoria deve ser presidido pelo *chairman* ou por membro independente do CA e ser composto em sua maioria por membros

independentes (BEKIRIS; DOUKAKIS, 2011). Desta forma, para os propósitos desta pesquisa, considera-se que estes pontos levantados pelo IBGC (2010), por Bekiris e Doukakis (2011) e Cunha e Politelo (2013) sejam inibidores das práticas de GR por parte dos administradores.

#### 2.2.2.6 Auditoria Interna – Independência

Sobre a auditoria interna, de acordo com o IBGC:

A auditoria interna tem a responsabilidade de monitorar e avaliar a adequação do ambiente de controles internos e das normas e procedimentos estabelecidos pela gestão. Cabe a esses auditores atuar proativamente na recomendação do aperfeiçoamento dos controles, das normas e dos procedimentos, em consonância com as melhores práticas de mercado. (IBGC, 2010, p. 45)

Entende-se que a auditoria interna é um órgão importante da empresa, tendo em vista que é responsável pela criação dos controles internos que visam dar maior transparência ao processo e evitar, entre outros, a ocorrência de fraudes e manipulação de processos e resultados. Porém, para que isto ocorra, faz-se necessário que a auditoria interna seja independente. Se for observado o proposto na Figura 5 (Estrutura interna de governança corporativa) na página 41, com a auditoria interna sendo subordinada ao CA, via comitê de auditoria, suas atividades podem ser realizadas sem o cerceamento ou coação por parte da administração da empresa. Bekiris e Doukakis (2011) propõem como variáveis que possam explicar o comportamento da auditoria interna, sua existência que, por si, pode alterar os padrões de GC da empresa, em relação a uma empresa que não tenha um departamento de auditoria interna; e sua subordinação ao CA, diretamente ou via comitê, o que poderia evitar conflitos de interesse. Crê-se que empresas que tenham estas características tenham menor motivação para praticar o GR.

#### 2.2.3 TRANSPARÊNCIA

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os proprietários têm de incorrer em certos custos (chamados de custos de agência) de forma a reduzir a assimetria de informações relacionadas a seu negócio (tendo em vista o administrador controlar as informações). Uma

das formas de se reduzir a assimetria de informações é via a transparência (ou *disclosure* das informações), conforme Correia, Amaral e Louvet (2011) e Ferreira e Funchal (2013). O IBGC, no campo normativo, entende que as empresas devam buscar uma maior transparência; em seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2010) sugere que as informações prestadas devem ir além do disposto por legislação / regulamentação, pois acabam por levar a um clima de confiança entre os administradores e os proprietários.

Empresas maiores, por sua visibilidade perante o mercado de capitais, bem como junto a legisladores e reguladores, têm uma transparência maior e um menor incentivo a praticar o GR. (CORREIA; LOUVET, 2010). Murcia e Wuerges (2011) concordam com este posicionamento, atestando que aumento no *disclosure* econômico pode diminuir o nível de *accruals* discricionários. Bekiris e Doukakis (2011) entendem como importantes para o quesito da transparência: (a) os investidores serem informados de forma completa por *internet* e também, em inglês; (b) haver análise detalhada de quaisquer desvios de metas estratégicas e de resultados anunciados; e (c) que o RA deva incluir projeção da rentabilidade da empresa no ano seguinte. Ferreira e Funchal (2013) concordam com Bekiris e Doukakis (2011) que os investidores devam ser informados via *internet*, pois isto baixaria o custo para obtenção das informações e, desta forma, diminuiria a ineficiência do mercado. Em seu estudo, Ferreira e Funchal (2013) constataram que as empresas que divulgam suas informações econômico-financeiras em seu *site* têm uma valorização média de valor de mercado de 19% em relação às empresas que não temo *site*.

Bekiris e Doukakis (2011) também apresentam alguns indicadores de transparência. Eles são relacionados à divulgação:

- a. detalhada dos resultados operacionais e financeiros;
- b. de questões estratégicas, metas e projeções, bem como dos planos de investimentos para os próximos anos;
- c. da estrutura acionária da empresa;
- d. da quantidade de ações detida pela diretoria e da quantidade de ações pelos membros do CA.

Em relação a operações entre Partes Relacionadas, o IBGC (2010, p. 67) orienta a evitar os “abusos em transações entre partes relacionadas”. O IBGC (2010, p. 67-68), também versa que “essas transações sejam... conduzidas dentro de parâmetros de mercado, em termos de prazos, taxas e garantias, e que estejam claramente refletidas nos relatórios da organização”. Como boa prática de GC, o IBGC (2010) ainda orienta as empresas a proibirem empréstimos ao controlador e aos administradores. Desta forma, deve se evitar transações da

empresa com estas Partes Relacionadas (o que seria prejudicial à transparência) e no caso haver transações com as Partes Relacionadas, que estas ocorram a valores de mercado.

Entende-se que quanto maior o nível de transparência, menor a motivação da administração em praticar o GR. Conforme mencionado anteriormente nesta seção, nas empresas maiores espera-se um maior nível de transparência, o que tentará ser provado pela presente pesquisa e, dentro desta linha de pensamento, espera-se que haja uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o seu nível de transparência.

#### 2.2.4 DIREITOS DO INVESTIDOR

Uma forma existente de se diminuir o conflito de agência é aumentando os direitos do investidor (proprietário, de acordo com a Teoria da Agência, conforme Jensen e Meckling (1976). Caso não existam, há o risco da administração utilizar os lucros em benefício próprio. (LA PORTA et al., 2000). Os autores listam alguns direitos que podem proteger os investidores, quais sejam: haver regras de transparência (*disclosure*) e princípios contábeis que forneçam aos investidores a informação necessária para que estes possam exercer seus direitos; receber dividendos em termos *pro-rata*; votar em membros do CA; participar das AG; subscrever novas ações nos mesmos termos que o acionista controlador; processar a administração (diretoria) em caso de suspeita de expropriação; e convocar AG extraordinárias.

De acordo com Siregar e Utama (2008), devido aos resultados que os administradores dos fundos de pensão e de investimentos (investidores institucionais) têm de apresentar aos seus quotistas, os investidores institucionais podem monitorar mais efetivamente a administração da empresa e influenciar as políticas adotadas por esta, se comparados com investidores não institucionais. Moura, Macêdo e Hein (2011) concordam com Siregar e Utama (2008) no que tange aos investidores institucionais, constatando que as empresas com maior participação dos investidores institucionais são as que têm as melhores práticas de GC. Matoussi e Chackroun (2009) entendem que a propriedade pela administração profissional, o que conforme a Figura 6 configuraria como controle não familiar, levaria a um nível mais elevado de transparência voluntária do que em empresas com controle familiar. Para Silveira

et al. (2009), a presença de uma família como acionista controlador<sup>60</sup> são associadas com piores práticas de GC, o que pode levar a um incentivo às práticas de GC. Na Figura 6 apresentamos os tipos de controlador, conforme o IBGC (2010).



**Figura 6: Tipos de Controlador**

Fonte: Adaptado de IBGC (2010, p. 18).

No Brasil, onde geralmente o controle é definido, diferentemente de países como os EUA e Reino Unido, cujos controles das empresas são pulverizados, a proteção a minoritários e credores de expropriação pelo acionista controlador faz-se necessária. (LA PORTA, 1998; LA PORTA et al., 2000; SIREGAR; UTAMA, 2008). Silveira (2004) entende que grande concentração de propriedade possui tanto aspecto positivo quanto negativo. O aspecto positivo está relacionado ao fato de ser mais eficiente o controle das ações dos administradores por meio deste acionista controlador. Como aspecto negativo (o que está sendo considerado para os efeitos desta pesquisa), dependendo da concentração de capital podem criar o efeito “entrenchamento”, onde podem ganhar mais que o seu justo quinhão, expropriando, desta forma, os acionistas minoritários.

Torres et al. (2009) constataram que quanto mais concentrada a estrutura de propriedade e controle, maior a probabilidade da ocorrência de *income smoothing*, sendo que isto é mais frequente em empresas nacionais (em especial, as familiares ou não familiares – conforme a Figura 7). Silveira et al. (2009) confirmaram que a concentração de voto e a presença de uma única família como controladora e a concentração de votos estão associadas às piores práticas de GC (o que acabaria por motivar a prática de GR), ao passo que um bloco de acionistas que possuem um controle compartilhado podem levar a melhores práticas de GC. Em relação à propriedade familiar, Carlin e Victor (2010) esperavam encontrar uma relação negativa entre o controle familiar e a prática de GR (ou seja, quanto maior a

<sup>60</sup> Mendes-da-Silva e Grzybovski (2006, p. 48) definem empresa familiar “como sendo aqueles negócios em que a propriedade e a gestão são de uma ou mais famílias, que sofrem a influência dela(s) na tomada de decisão e na qual existe a intenção de transferir a empresa (propriedade e gestão) para a próxima geração”.

concentração familiar, menores os incentivos para a prática de GR), porém encontraram uma relação negativa, o que corrobora os achados de Torres et al. (2009) e de Silveira et al. (2009). Em concordância com os autores acima citados (CARLIN; VICTOR, 2010; SILVEIRA et al., 2009; TORRES et al., 2009), Cunha e Politelo (2013) entendem que empresas com controle institucional (empresas cujo controle é de instituições financeiras, empresas estrangeiras e governo) possuem melhores práticas de GC, melhorando os direitos dos investidores. Desta maneira, pode-se supor que empresas com controle institucional possuem menos incentivos para a prática de GR que as empresas familiares. Quanto ao tipo de controle, de acordo com o IBGC (2010) há 3 formas de controle, conforme Figura 7:



**Figura 7: Estruturas de Controle**

Fonte: Adaptado de IBGC (2010, p. 17-18).

Sousa e Galdi (2013) verificaram a relação entre a concentração de controle e a qualidade do lucro, chegando à conclusão que quanto maior a concentração de controle, menor a qualidade do lucro. Entende-se que quanto mais definido for o controle acionário, maior a motivação para a administração praticar o GR.

O IBGC (2010, p. 3) diz que “os acionistas são proprietários da organização, na proporção da sua participação no capital social”. Outra forma de se proteger os acionistas é fazer com que cada acionista possa votar independentemente da classe de ações a que pertence, pois se mantêm as proporções entre a participação no capital social e o direito a voto. (IBGC, 2010).

Além do mencionado nesta seção, para os fins de inibição das práticas de GR, deve haver uma série de mecanismos como forma de fortalecer os direitos dos investidores, entre

outros (detalhados como variáveis no Capítulo 3 deste trabalho – Metodologia), conforme segue:

- a. no caso das transações entre partes relacionadas em valor de mais de 10% do Patrimônio Líquido (PL), estas devem ser aprovadas por AG extraordinária;
- b. adesão à câmara de arbitragem para resolução de questões societárias;
- c. a empresa conceder direito de voto, *tag along* e facilitar o processo de votação, além do exigido por lei;
- d. havendo acordos de acionistas, estes servem para minimizar o poder do acionista controlador;
- e. acompanhamento das AG por acionistas minoritários, via *internet*;
- f. revisão das AG;
- g. divulgação das AG em até 14 dias da sua publicação.

Em relação aos direitos dos investidores, em dezembro de 2000, a BM&F Bovespa:

Lançou segmentos especiais de listagem das empresas, desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. (BM&F BOVESPA, 2013c)

Desta forma, conclui-se que empresas com maiores direitos aos investidores são menos motivadas às práticas de GR.

Os segmentos especiais<sup>61</sup> são: Nível 1; Nível 2; e Novo Mercado. No Quadro 6 se apresentam as características de cada segmento de ações existente na BM&F Bovespa.

| Segmento                          | Características  |
|-----------------------------------|--|
| Tradicional – BOVESPA             | Sem nenhuma exigência de GC  |
| Nível 1 de Governança Corporativa | Exigência de práticas de <i>disclosure</i> e liquidez das ações                                  |
| Nível 2 de Governança Corporativa | Além das exigências do Nível 1, exigências adicionais relativas aos direitos dos acionistas e CA |
| Novo Mercado                      | Além das exigências do Nível 2, exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto     |

**Quadro 6: Segmentos de negociação de ações da BM&F Bovespa.**

Fonte: IBGC (2013).

Dado o exposto, entende-se que quanto maior o nível de GC exigida pela BM&F Bovespa, maior a inibição de práticas de GR por parte das empresas.

<sup>61</sup> Além destes segmentos, existe o Bovespa Mais, que é uma versão do Novo Mercado para empresas que desejam captações menores do que no Novo Mercado. Até a conclusão desta pesquisa apenas quatro empresas aderiram ao Bovespa Mais. (BMF&BOVESPA, 2013a).

### 2.2.5 AUDITORIA EXTERNA

Devido ao tamanho de seu faturamento, há uma menor possibilidade de pressão por parte do cliente de influenciar em seu parecer do que uma empresa de auditoria menor, o que prejudicaria sua independência e poderia motivar a administração a praticar o GR<sup>62</sup>. (BECKER et al., 1998; CUNHA; POLITELO, 2013; FRANCIS, MAYDEW, SPARKS, 1999; GOMES et al., 2013; MARTINEZ, 2009b; MARTINEZ, REIS, 2010). Portanto, espera-se que as empresas que sejam auditadas por uma *Big Four* tenham menor motivação para praticar o GR. Outro ponto em relação à auditoria externa (pelo menos no que tange ao Brasil) é o rodízio obrigatório dos auditores externos que também acaba por minimizar a prática de GR. Supondo que o referido rodízio não ocorra e à medida que os anos vão passando, o auditor acaba tendo uma relação mais próxima com o auditado<sup>63</sup>, o que acabaria por diminuir a independência do auditor e permitir que o administrador tivesse mais incentivos para a prática de GR, caso necessário. Relativamente ao rodízio de auditores, no último ano do auditor, estes tendem a ser mais conservadores, o que pode gerar GR que diminua os resultados devido ao excesso de conservadorismo do auditor. (DEFOND; SUBRAMANYAM, 1998). Os autores também entendem que empresas com grandes riscos em litígios (contingências passivas) devem ter critérios de contabilização mais conservadores, o que explicaria o rodízio dos auditores, trocando por auditores que não exijam um posicionamento tão conservador. Larcker e Richardson (2004) estudaram a relação entre taxas pagas aos auditores e a prática de GR, chegando à conclusão que quanto maior o percentual de pagamentos de honorários não relacionados às atividades de auditoria externa em relação ao total pago a estas empresas, maior a probabilidade da administração da empresa em praticar o GR, o que está de acordo com as recomendações da CVM (2002, p. 10) que versa que o CA “deve proibir ou restringir a contratação do auditor da companhia para outros serviços que possam dar origem a conflitos de interesse”. A CVM (2002), também entende que se o auditor prestar outros serviços que não sejam o de auditoria, isto acabaria por prejudicar sua independência. Caso isto ocorra, recomenda-se que a empresa divulgue o quanto paga de honorários ao auditor, discriminando-se a relação entre os valores dos serviços de auditoria e outros; também, caso haja outros serviços é recomendável, como boa prática de

---

<sup>62</sup> Cabe lembrar que, caso uma filial da empresa de auditoria seja dependente de um pequeno número de clientes ou de um grande cliente, sua independência pode ser prejudicada.

<sup>63</sup> Entende-se como auditado, para os fins desta pesquisa, a administração da empresa.

GC, que o seu montante seja maior que o de outros serviços. (BEKIRIS; DOUKAKIS, 2011). Entende-se que se a empresa de auditoria presta outros serviços à empresa auditada, ela poderia ser menos independente em função do faturamento destes outros serviços. Desta forma, quanto maior a influência do faturamento de outros serviços prestados pela empresa de auditoria, maior a motivação da empresa na prática de GR.

Empresas de auditoria externa com maior experiência de mercado desenvolveram metodologias próprias, as quais garantem aos usuários externos uma melhor qualidade das informações, o que demonstra maior competência. Por exemplo, Bartov, Gul e Tsui (2001) estudaram a relação entre o GR e a qualificação das auditorias, por meio de relatórios qualificados<sup>64</sup>, encontrando relação positiva entre empresas com este tipo de parecer (Pareceres que não são Pareceres sem Ressalva) e a prática de GR por parte da administração da empresa. Portanto, espera-se para os fins deste trabalho que empresas que tenham Pareceres sem Ressalva por parte dos seus auditores tenham menor motivação para a prática de GR e as com os outros tipos de Pareceres, sejam motivadas a esta prática. Outro ponto importante relativo à competência do auditor é este terminar seus trabalhos em tempo, publicando seu relatório dentro do prazo legal. Isto demonstra que a equipe de auditoria é competente, sendo um possível inibidor das práticas de GR por parte da administração. Carlin e Victor (2010) concordam que quanto maior a qualidade da auditoria – chamada neste estudo de competência – maior o limitador para a ocorrência de GR (no caso específico deles, do *income smoothing*).

## 2.2.6 ÓRGÃOS REGULATÓRIOS

Um controle regulatório eficiente é importante para o mercado de capitais e para a redução dos conflitos de agência entre os proprietários e administradores. De acordo com La Porta et al. (1998) países com legislação baseada no Direito Romano (Civil) oferecem menor proteção aos investidores que os países com base no Direito Inglês (Comum). O Brasil está entre os países com base no Direito Civil, o que denotaria uma menor proteção aos investidores de uma maneira geral. Portanto, em empresas brasileiras é necessário haver

---

<sup>64</sup> Limitação no escopo do trabalho dos auditores devido à discordância com a administração da entidade a respeito do conteúdo ou forma de apresentação das demonstrações contábeis. No Brasil, levaria a um parecer com ressalva ou com opinião adversa.

reforço legal (“*enforcement*”) para que a expropriação aos investidores seja eliminada (em um ambiente ideal) ou minimizada.

Doupnik (2008) testou, em diversos países, se os valores culturais de Hofstede (1980) tinham impacto na prática de GR, além de aspectos institucionais como direitos dos investidores, reforço legal, regulamentação do mercado de capitais e sistema legal, chegando à conclusão que os aspectos culturais influenciam mais no GR que os aspectos institucionais. Cabe ressaltar que na amostra do estudo de Doupnik (2008) não foi incluído o Brasil. Han et al. (2010) testaram se o grau no qual a administração utiliza de discricionariedade nos resultados está relacionado com seu sistema de valores, bem como aspectos institucionais de seus países, descobrindo que aversão à incerteza e dimensões de individualismo da cultura nacional explica a discricionariedade nos resultados utilizada pela administração ao longo dos países em que esta associação varia de acordo com a intensidade de proteção ao investidor. Os testes deles foram realizados em uma amostra de 32 países não identificados no estudo. Choi, Kim e Lee (2011), tendo realizado este estudo em países asiáticos, observaram que para empresas em países com instituições mais fracas (menor *enforcement*) e com maior assimetria de informações, há maior chance de ser praticado o GR.

Guimarães e Sheng (2011) analisaram se o ambiente institucional relacionado ao nível de proteção dos investidores dos países da América Latina contribuiu para uma redução na prática de GR das empresas, chegando à conclusão que há evidências de que um melhor ambiente institucional contribui para a diminuição não só da prática de GR, mas também as variabilidades do GR (ou seja, nos casos de prática de GR, o uso dos *accruals* discricionários é menor). Outro achado de Guimarães e Sheng (2011) é que países que possuem um sistema que incentive o investimento privado, com melhores tratamentos tributários, proteção aos credores, GC e padronização do sistema contábil, apresentam empresas com um menor nível de GR. Todas essas evidências encontradas por Guimarães e Sheng (2011) reforçam a importância do fator proteção ao investidor para o desenvolvimento dos países da América Latina e, em consequência, do Brasil.

Com base no exposto nesta seção, entende-se que quanto maior o *enforcement* utilizado pelo governo (legisladores, CVM e agências reguladoras) menor será o conflito entre os proprietários e os administradores, havendo menor possibilidade destes últimos expropriarem os primeiros. Portanto, quanto maior o *enforcement* utilizado, menor o incentivo à prática de GR.